长

CAPITAL

The Story of Long-Term Investment Excellence

线

资本集团的成功之道

[美] 查尔斯 · 埃利斯(Charles D. Ellis) / 著
吴文忠 吴陈亮 常长海 王元元 / 译

全球投资管理行业终身贡献奖获得者，
解密世界顶级投资管理机构。



中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS

版权信息

书名:长线：资本集团的成功之道

作者:[美]查尔斯·埃利斯

译者:吴文忠,吴陈亮,常长海,王元元

ISBN:9787508657950

中信出版集团制作发行

怀着敬佩和爱戴之心，谨以本书献给伟大的耶鲁大学第22任校长查尔斯·莱文。他是一个模范领袖、一个实用主义者、一个土生土长的加利福尼亚人和一个棒球迷。

序言

查尔斯每推出一本新书都令我们欢欣鼓舞，能够为他的书撰写序言，我深感荣幸。就知识而言，整个投资行业都应该深深地感谢查尔斯。他是金融界的泰山北斗、思维敏捷的思想家、金融市场上敏锐的观察家。他是一位将严谨的学风和最普通的常识完美地结合到一起的作家，是一位有影响力的顾问。他给整个投资行业留下了深刻、永久的印象。他所创建的格林威治合伙人公司以及他所撰写的文章和著作帮助成千上万的投资机构和个人投资者做出更好的投资决策。查尔斯的作品已经成为投资界的经典指南。《失败者的游戏》（*The Loser's Game*）是投资界的入门读物。《赢得输家的游戏》（*How to Win the Loser's Game*）为投资机构和个人投资者如何进行有效的资产部署和分配提供了不可或缺的指南。《经典：投资者选集》（*Classics: An Investor's Anthology*）（第一卷和第二卷）汇集了投资领域的主要作品，这些作品推动了投资管理实践从一门技艺上升到一门科学。《华尔街的人们》（*Wall Street People*）（第一卷和第二卷）介绍了沃伦·巴菲特和乔治·索罗斯等杰出人物。现在，他又推出了本书，这是关于世界上最大和最成功的投资公司之一资本集团的故事。

从许多方面来说，查尔斯·埃利斯都是最合适的讲述这家杰出公司的故事的人选。资本集团的创建和维系这家公司的价值观与查尔斯自己的格林威治合伙人公司的发展可谓异曲同工。促成格林威治合伙人公司成为全球最佳的金融战略咨询公司的各种因素和资本集团的成功之路十分相似。查尔斯对资本集团的评价是“所有的工作都十分完美”。在这两家公司的经营原则中，最重要的部分也许就是“绝对的正直”和“一切为顾客着想”这两个因素。在当今研究成果弄虚作假、内部交易成风、肮脏的薪酬安排和那些把公司利益置于投资者利益之上的共同基金公司盛

行的时代，令我们欣慰的是，那些追求基本价值观的公司也能繁荣昌盛。这些基本的价值观就是：坚持正确的道路、目光长远、永远坚持质量和追求卓越。最后一点就是，资本集团和格林威治合伙人公司的领导者显然是一批具有远见卓识、坚韧不拔和富有灵感的人。他们深知将一家新兴公司领向辉煌需要付出多少艰辛。

确实，这本书是投资界最敏锐的观察家与有史以来最杰出的投资公司的一次完美结合。查尔斯不仅睿智，他还是一位职业倾听者。在准备撰写这本书时，他采访了资本集团的那些创业者，并且让所有接受过他采访的人都深信，他们所说的每一句话都至关重要。他意识到了将一群精英融为一个有机体是多么重要，而且深知不断提高优质标准的重要性。能以如此娴熟的技艺和既挑剔又充满理解的眼光讲述资本集团的故事，这个人选非查尔斯·埃利斯莫属。

然而，从另一个意义上讲，查尔斯又是极不可能写这本书的人，我也是给这本书撰写序言可能性非常小的人。查尔斯和我乃神交。我们都认为，不断地选择股票是一种必输无疑的游戏，职业投资忠告最强大的功能就是根据不同投资者的需要、情况和偏好选择恰当的资产组合，而不是根据所看到的价值变化从一种股票转到另一种股票。其实，要想挽回输掉的游戏，你必须利用投资基金买进和持有那些具有广泛市场指数的股票（以及证券和房地产投资信托股）。在查尔斯和我共事的一个投资基金委员会会议上，他曾经严厉地批评我对指数化的支持热情不够（我建议开始时只将证券投资组合的一半指数化，查尔斯想做的则要多得多）。查尔斯认为，在股票市场上，投资机构人才济济且都锲而不舍，所以没有谁能够“做得比别人好到哪里去，从长远的观点来看更是如此”，可是他为什么又要撰写一本书来赞扬一家公司，而这家公司存在的理由又是对证券投资组合进行积极的管理呢？

就资本集团的优点写一本书至少应该有两个正当的理由，即使对像查尔斯和我这样坚定的倡导指数化的人来说也是这样。

赞扬资本集团那些积极主动的管理人员的第一个理由源自有效市场理论中的一个基本反论。假如市场永远是那么完美无缺的高效，专业人士就没有动力获取那些能够迅速反映在市场价格上的信息。市场需要一些专业人士保障信息迅速体现在市场价格上，而那些专业人士也必须得到高于市场的回报来补偿他们做基础研究所花费的时间和精力。我坚持认为，人们在寻找定价错误的证券上投入了太多的精力，而这样做真正获得收益的投资者却寥寥无几。但是如果人人都投资于指数化证券投资基金，那么市场也不可能高效。尽管听起来或许有些似是而非，但市场还是需要像资本集团这样的公司来保证让低成本的指数化真正成为一项制胜的战略。

第二个理由是，资本集团是为数不多的取得了丰厚的长期投资回报的资本管理公司之一。由资本集团管理的共同基金的记录都公开，我们可以对比广泛的指数化基金来检查这些基金的长期结果。在表1中，我将资本集团管理的国内普通股共同基金的结果与标准普尔500指数和威尔希尔5000指数的收益率做了比较。标准普尔500指数和威尔希尔5000指数的收益率是按照30年的期限展示的，普通股共同基金的收益也是根据同一时期做的比较。见表1，假如投资者当初投资于资本集团管理的共同基金，他们将得到更大的收益。投资公司的确帮助其投资者取得了高于平均数甚至是远远高于平均数的市场收益。

表1 年平均收益（1973年6月30日~2003年6月30日）

指数（未扣除成本）	
标准普尔 500	11.46%
威尔希尔 5000	11.58%
资本集团管理的国内普通股共同基金公司（已扣除成本）	
美国资本基金公司	14.71%
美国增长基金公司	15.33%
美国共同基金公司	13.36%
美国投资公司	13.25%
华盛顿共同基金公司	14.02%
美国收入基金公司	12.28%

资料来源：Lipper和CRSP。

那么资本集团的秘诀是什么呢？当大多数公司都在赔钱（至少就投资结果而言是在赔钱）的时候，为什么资本集团却能在投资竞赛中脱颖而出呢？在这本书里，查尔斯讲述了资本集团的故事，并且告诉世人这家公司是如何为了持续性的成功而打造组织的。

在资本集团成功背后的诸多因素中，有三个因素最为重要。第一个因素是，在一个明星和傲慢十分普遍的行业里，资本集团有独特的方式组织自己的"知识工人"。资本集团在聘用、培训和开发自己杰出的投资分析员的过程中投入了巨大的精力和财力。在公司里没有骄傲自大的明星大腕，那些不利于员工在一起有效工作的等级标记被完全取消。该公司成功地创造了一种相互信赖、相互尊重和人与人之间愉快相处的和谐氛围。

资本集团组织特色的第二个因素（也是相关因素）是其对证券组织管理具有创新意义的"多元顾问制度"。一个公司的证券投资组合并非交给一个经理去管理，而是交给若干个经理（其中可能包括该公司的某些研究分析员），每个经理只负责所有基金的一部分，并做出直接投资决策。这个制度保证不会出现明星大腕经理，而且有效地解决了投资组织特有的一个问题：随着管理的资产规模越来越大，一个证券投资组合经

理的灵活度往往受到严重的限制。

第三个因素是，资本集团在热点不断变换、投资风格不断变化的大潮中始终注重长期效果。在注定要出现经营低潮期时，资本集团对“你们准备怎么变化”这个问题的回答就是“不准备改变”。当竞争对手将时尚的产品（比如新的互联网或者高科技基金）带到市场上时，资本集团并没有推出类似的产品。资本集团不出风头。资本集团的领导人对传颂自己基金的故事没有兴趣（尤其是对传颂那些热门故事更不感兴趣），因为他们知道投资者往往是在最糟糕的时间把钱投入此类基金，而这时候投资结果很可能变得微不足道。资本集团甚至根本不使用“表现”这个词来形容投资结果，因为该公司认为“表现”只能用于形容好莱坞或者纽约的演员的表演。

在这本书里，你会看到那些发生在将资本集团打造成一个极为成功的投资组织的人们身上的传奇故事。在众多成功的间隙偶尔也穿插一些失败。《长线》风格文雅、诙谐睿智、文笔流畅。查尔斯·埃利斯善于变一种与弥达斯点金术截然相反的魔术。如果他点到了金子，金子就被赋予了生命。我很难想象还有哪个作家能够把关于管理服务的讨论和过户代理功能写得这么有趣。查尔斯对投资业务的深刻理解无人能及。读者将享用一顿丰盛的精神大餐，祝您好胃口！

伯顿·马尔基尔

《漫步华尔街》作者

导语

给读者的提示

尽管资本集团的数十位员工都接受了采访，并且都知无不言、言无不尽，有些人还对一些事实给予了纠正，但是本书也绝不能算作一部传记。在所有提供给我的信息中，只有四个小地方被要求删掉。我在采访和撰写本书的整个过程都得到了资本集团每一个人的理解，即我要根据自己的认识来讲述这个故事。我相信自己已经恰如其分地做到了这一点。

世界上没有任何一家公司能够像资本集团这样，做得这么长久、成果这么显著、客户这么多。它是世界上最大的投资管理公司之一，广受客户和竞争对手的赞誉，而且取得了优质的长期投资效果。但是，大多数人甚至该公司自己的客户对资本集团的了解都少之又少。

这绝非偶然，资本集团是一家私有化程度极高的组织（从财务制度和哲学理念上讲都是如此），而且公司并不认为他人承认与否或者是否享有盛誉会给自己的客户带来什么好处。

作为一个组织，资本集团的企业宗旨就是取得可持续的成功。为了在一切工作中都做到最好、为给全世界的客户奉献优质的长期结果，资本集团在组织、员工聘用和激励方面都做得无与伦比，没有任何一家投资公司能够望其项背。

资本集团不做广告，而且尽量回避媒体。公司里最大的一个部门（也是世界上最大的共同基金之一）甚至使用了一个全然不同的名字：

美国基金（The American Funds）。正因为如此，大多数人都没有认识到资本集团的如下特点：

- 资本集团是美国三大共同基金管理公司之一，为2 000多万个投资者账户服务，并管理着全美10家最大的共同基金中的4家。由于长期保持最优投资纪录，该公司的市场份额不断扩大。
- 资本集团是最主要的投资管理机构，服务对象是全美国35%的大型机构，拥有超过100亿美元资产的特大型基金公司中65%的份额。
- 资本集团是世界上大型独立性质的投资研究机构之一，连续被证明拥有最好的研究分析员。
- 资本集团是世界上所有大型资本市场上颇受尊敬的投资管理公司之一。这些市场包括美国、日本、英国、澳大利亚、加拿大和欧洲大陆，而且市场份额仍然在扩大。
- 资本集团是世界上最主要的国际投资管理公司。
- 资本集团是新兴市场上遥遥领先的最大投资者。

对公司和公司的投资者来说，更为重要的是，资本集团取得了卓越的长期投资成果。在过去的5年中（以及过去的10年、20年、50年乃至更长的时间里），资本集团的投资结果都排在前四名。没有任何一家投资管理公司在如此长的时期内能够做得这么好。而且在配备资源、缜密组织以保证未来的成功等方面，也没有任何一家公司可以与之匹敌。

毫不奇怪，资本集团是投资界大部分从业者最愿意工作的地方，而且是他们最愿意向自己的家人和朋友推荐的长期投资管理公司。资本集团也是资深公司总裁们最愿意让其持有自己公司普通股的投资公司。

最后一点，资本集团是最有可能实现长期投资项目的公司，同时又是最不愿意说甚至不愿意承认这种前景的公司。正如对资本集团的发展

起过至关重要作用的乔恩·洛夫莱斯（Jon Lovelace）所说的那样："靠吃老本会令你颓废得比什么都快。"资本集团里人们谦虚蔚然成风，因为他们对未来的兴趣要比对过去成绩的兴趣大得多。

想努力弄懂资本集团为什么如此广受赞扬的投资者（个人投资者和机构投资者）将在本书中找到许多关于组织设计、职业人才管理和战略开发等方面值得学习的东西。这些值得学习的东西不仅赋予其他投资公司启示，还为其他类型的职业组织提供了可运用的实践经验。资本集团可能是世界上打造得最好的、被彼得·德鲁克（Peter Drucker）称为"知识工人"的组织。使资本集团成为世界上广受赞誉的投资组织的主要因素包括：

- **注重长期。**对当前十分流行、很显然有利可图但从长远来看会伤害投资者的主意，资本集团有自己独到的防范措施，而且会很坦然地说"不"。资本集团对于新的共同基金项目往往采取稳步的延缓策略，直到市场对长期投资承诺具有了真正的吸引力。资本集团很坦然地承担大规模的经营亏损（许多年来都是这样），以此方法支持能够证明有远期回报的战略承诺。

  当大多数投资公司都在努力（许多公司真是竭尽了全力）跟上投资行业不断变化的潮流时，资本集团却向我们展示了从长期效果来看，只有忠实地为投资者真正的长期利益服务，才能打造一个十分强大、不断增长且利润可观的行业巨头。

- **一贯的客观态度。**理性的思想和行为在资本集团是至高无上的。公司经常公布投资结果，薪酬与长期结果缜密地结合在一起，以此保证一贯的客观性。

- **以人为中心的管理。**尽管公司有着种种规章制度和一贯严格的理性文化要求，但是资本集团的经营（日常经营和长期运作）具有人性化的特点，并且对每位员工的需求都很敏感。资本集团在聘用杰出人才的工作上花费了大量的时间和精力，使得这些人才能够凝结成一个强大的团队，从而为投资者提供优质的服务和成果。

为了帮助每位员工提高个人能力，并且使每个人都能够做出最大的贡献，资本集团在组织结构的设计等方面不断创新，取得了更大的成就。资本集团根据每位员工的具体特点，精心设计每份工作，而且不断地重新设计，以发挥他们的最大优势。

与其说资本集团从事的是投资行业，不如说资本集团着力于开发个人和团队的能力，以便让他们做出最佳的投资决策并为客户提供优质的服务。资本集团这方面的工作做得十分出色。

- **潜在的组织创新。**资本集团的潜在组织创新（也许只有资本集团自己能完全利用这种创新制度）就是对证券投资组合管理的多元顾问制度，该制度有效地解决了“资产规模障碍”的难题，因为在通常情况下，这种难题最终会使大多数发展中的投资组织变得十分混乱。规模问题不能彻底解决，但是通过将大宗的证券投资组合分成几个部分即可对其加以管理。每部分的经理人将自己的“最高信念”植入工作，并且对严格检测的结果负有全部责任。

- **组织的灵活性。**资本集团的整个组织都十分灵活且具有可变性（对局外人来说，该公司往往显得捉摸不定或者不可名状）。资本集团将决策的权力广泛下放，并将未来开发的战略选择权尽可能长期地由全体员工讨论决定。因为稳定的结构往往是活力战略的危险敌人，所以资本集团避免诸如既定官衔、办公室大小不一和等级制报告等有形的组织等级地位标记。公司里的头衔经常变动，并没有多少真正的意义。

- **薪酬的灵活性。**资本集团的薪酬政策不仅灵活，而且直接根据对员工数年的客观考察而定，就是说要同时看一个员工对三个同样重要且互补的群体（投资者、员工和所有者）的服务，看其对资本集团的长期目标做出了多大的贡献。

- **产权私有化。**广泛、合理的产权私有化至关重要。

- **对自我力量的认识。**公司不但禁止自大、傲慢的态度和消极的言论，而且每位员工都需要内在的自我力量在职业和个人素质领域提高自己，因为员工的周围都是干练和具有献身精神的同事，大

家紧密合作并不断竞争以取得优异的长期投资成果。

作为一个组织，资本集团也曾经犯过严重的错误，尤其是在20世纪70年代，但是它所犯的重大错误毕竟很少，而且犯错之后改正的速度比竞争者快。资本集团的员工也会犯错——感情受到了伤害、发了脾气，当然，在每天的投资中都可能犯错。如果说犯错是努力工作不可避免的代价，那么改正错误（并且学会如何避免重复犯错）就是一个善于学习的组织最好的措施，从而使公司不断进步、蒸蒸日上。资本集团内部的员工会第一个说资本集团并不完美而且从未完美过，甚至希望它永远不要变得完美，因为不断创佳绩的努力营造了极具活力的紧张氛围，使得员工永远关注未来以及不断地完善。

成为冠军固然很难，但最难的任务是卫冕。一个组织成功的时间越长，它要保持继续提升所需要的创造力和竞争力就越困难，但是资本集团保持成功的时间比世界上任何投资公司都要长。每年的成功都给他们带来更多的挑战，因为他们必须防止“成功”所特有的传统的和隐袭的症状：自鸣得意、思想狭隘和过度自信。如果说洛夫莱斯父子代表了公司的前两代领导人，那么沙纳汉（Shanahan）、费希尔（Fisher）、罗滕伯格（Rothenberg）等第三代领导人已经准备将重大的责任传承给第四代领导人。正如资本集团里的许多领导人深知的那样，不断成功是一种持续的挑战。

一种面向未来的观点向我们提出了更具普遍性的问题：为了保持实际上的收益增长率，资本集团是不是在人才方面投入得过多？成功是否会导致任人唯亲或者某种偶像崇拜文化？如果资本集团在债券管理方面开发自己的业务或者为豪门富宅服务，岂不是会取得更大的成功？资本集团复杂和微妙的企业文化能否在世界各国繁荣发展？资本集团能否在不同的国度和商业文化氛围中保持一致性？以后各代领导人能否继续发展越来越强大的组织，并让这个组织为资本集团的三大群体做得更多、更好呢？随着世界资本市场更多地被机构投资者主宰，像资本集团这种

以强大的投资为基础的组织还能继续取得比被动投资更卓越的成果吗？资本集团的职业精英们利用自己对投资的理解并以投资顾问的身份与客户一起工作、帮助每位客户开发适宜的投资项目来达到其临时的和长期的目标，他们的发展空间还有多大？对于这些问题，资本集团很可能做出很好的回答，但是这些问题仍然富有挑战性，对资本集团来说也不例外。

第一章
公司的创建

给读者的提示

像其他专业组织一样，一家投资管理公司赖以生存的基础就是其员工的能力、性格、动力和价值观。而最初创建者的特点在很大程度上决定了该公司在未来的岁月中将吸引什么样的专业人士。色子一旦掷出，再想将公司的档次提高就非常困难了，因为若想在以后的日子里提高自己几乎是不可能的。因此，公司的缔造者和早期的创建者起着决定性的作用。

在过去的50年中，数百家投资管理公司成立。总的来说，这些公司在聘用人才方面的表现证实了戴维·奥格尔维（David Ogilvy）的忠告：“只有巨人才会聘用巨人。普通人将会雇用那些比他们矮一些的人，而下边的那些人将雇用比他们还要矮的人，直到最后整个公司由一群侏儒组成！”[注]缔造、建设然后维持一家卓越的专业公司总是一个慎重的、连续的且“非自然的”过程。所谓的非自然就是指某种新的和不同的东西被赋予了生命并永远留住。

乔纳森·贝尔·洛夫莱斯（Jonathan Bell Lovelace）[注]和儿子乔恩·洛夫莱斯在聘用杰出人才为资本集团工作的过程中展示了一贯卓越的领导才能。通过坚持不懈地诚聘（完全掌握主动权来开发“幸运的”机会），他们聚集了一大批杰出的人才，并使他们卓有成效地在一起工作。资本集团逐步成为一家公认的拥有一大批特殊才能和志趣相投的人才的公司：一家人人都想加入的公司。

公司核心小组的组成展示了一个明显的经验和一个不太明显的

经验。明显的经验是吸引和保留具有活力的杰出人才对建设一家卓越的专业公司来说至关重要。人们熟知的通往成功的条件包括：（1）持续的具有想象力的聘用制度；（2）吸收人才加入公司的一贯性的高标准；（3）根据真实的贡献分配报酬和给予责任，在这方面毫不妥协地贯彻绩效管理制度；（4）致力于最高的职业标准，并为客户提供优质的服务；（5）同僚间真正分享权力。然而，令人遗憾的是，许多刚创办的公司在聘用人员方面采取的措施与此截然相反，一般都是令他们事后感到后悔的权宜、折中的方法，能够聘用到的真正的领袖级人才寥寥无几，成为真正卓越的公司的机会渺茫。

不太明显的经验（但是对成功的重要性绝不次于前者）是，新的公司必须强烈依赖于哪怕只有一线希望也要寻找、确认然后接纳那些以后将成为杰出的不可或缺的人才的政策。尽管回顾历史时，前进的步伐显得自然而然，甚至像是预先设定好的一样，但是那些领导过大型组织发展的领导者知道最初阶段总是极其脆弱、捉摸不定。当资本集团的故事里出现了关键性的人物时，读者可以饶有兴趣地为资本集团设想一下结果，因为故事里有太多偶然事件：假如科尔曼·莫顿（Coleman Morton）的父亲没有在他遇到乔纳森·贝尔·洛夫莱斯的亚拉巴马州扩大他的水泥生意，假如科尔曼·莫顿没有从吉姆·富勒顿（Jim Fullerton）手里买下保险，假如鲍勃·埃格尔斯顿（Bob Egelston）没有同意会见吉姆·富勒顿，假如鲍勃·柯比（Bob Cody）没有在一次夭折的合并中认识了乔纳森·贝尔·洛夫莱斯，假如比尔·牛顿（Bill Newton）没有在冲绳岛的基地图书馆注意到投资经理的收入是多么丰厚，假如鲍勃·柯比赛车时没有摔断肋骨，假如霍华德·施彻（Howard Schow）在哈佛大学时没有朝某扇窗子里看一眼，假如内德·贝利（Ned Bailey）没有决定去弗吉尼亚跟随查尔斯·阿博特（Charlie Abbot），假如比尔·赫特（Bill Hurt）没有邀请乔恩·洛夫莱斯参加他的午餐会，假如鲍勃·柯比和迪克·巴克（Dick Barker）没有在同一航班上穿越美国，假如尼莉·希克斯基（Nilly Sikorsky）在读研究生时没有打工，假如吉姆·罗滕伯格的同学没有提到他的名字……假如那些

决定寻找人才的人没有孜孜不倦地寻找人才呢？正如居里夫人的一句名言深刻揭示的那样：“机会总是垂青那些有准备的人！”

除了将共同基金公司的经理组成一个核心组织外，这一章还介绍了一系列重大的决策：乔恩·洛夫莱斯克服了自己考虑过多的谨慎心理，接受了资本集团的领导职位，接着就开始推行服务于投资者、员工和所有者的组织使命，并开始了长达40年的为资本集团服务的领导者生涯。资本集团是作为一个重要的共同基金管理公司而建立的，而且美国运通公司和安科集团（Anchor Group）也是以非常有利的条款接管过来的，这个所有制和管理者都不同的共同基金销售组织被并进了资本集团。一家步履蹒跚的东海岸投资运营公司也是这样并入资本集团的，开创了风险资本和国际投资业务（前者在组织之外，后者深深融入组织之中），尽管此时资本集团的许多人都可能认为国际投资业务在一家西海岸共同基金公司里没有什么真正的地位，因为公司本身的金融状况在萧条的投资市场上也步履维艰。

就连思维最缜密的旁观者也想象不出这位34岁、身穿棕色西服的人的未来会是什么样子。此时他正在圣达菲列车上凝视窗外那一望无际的中西部大平原。当时是1929年，他正和妻子及两岁的儿子在前往洛杉矶的路上，并将很快在那里创建一家小型公司。然而到20世纪末，这家小型公司将成为全世界最主要的专业投资管理组织——资本集团。

乔纳森·贝尔·洛夫莱斯[注]和新兴的投资管理职业进行了一次亲密接触。洛夫莱斯家族在亚拉巴马州南部的木材生意做得很红火，洛夫莱斯在亚拉巴马科技学院（后来改名为奥本大学）学习了两年，准备将来成为一名建筑师。一年之后，在数学方面显现了特殊天赋的洛夫莱斯获得了硕士学位，在学习期间还兼职做数学和建筑学教师，并在一家美式橄榄球球队任经理，从而培养了他对集体体育项目的浓厚兴趣。

在第一次世界大战期间，洛夫莱斯随美国陆军到欧洲服役，并在那

里接触了新概念和新技术。因为他会三角学，所以加入了炮兵部队。洛夫莱斯是位心算高手，他所在的小组创立了高射炮部队，并且解决了击打快速移动目标的难题。[注]洛夫莱斯提供了必要的计算。他所属的美国炮兵部队是在法国领土上击落德国飞机的第一支部队。[注]他退役时的军衔是上尉。

洛夫莱斯在军队服役期间结识了一些思想前卫的人，其中包括爱德华·麦克龙（Edward MacCrone）。因为他们俩的姓氏按照英语字母表的顺序前后挨着，所以洛夫莱斯和麦克龙在军官训练营[注]时床铺相邻，在前往欧洲的部队运输船上两个人的床铺也是紧挨着。由于这种姓氏前后顺序紧挨着的偶然所开始的友谊，又因为他们在同一支部队并肩战斗而变得更加坚固。

早些时候，麦克龙离开了一家公司（该公司是美林公司的前身），然后组建了E·E·麦克龙公司。这是一家设在底特律的小型股票经纪公司，当时在行业内的创新程度相当于今天的硅谷。他得到了通用汽车公司里克莱斯勒（Walter Chrysler）、杜兰（W. C. Durant）和莫特（Stuart Mott）等人的支持。麦克龙热情邀请他的这位思维缜密的朋友出任他公司的研究统计员，洛夫莱斯从而进入这个新的、刺激的投资领域。麦克龙的建议是："请你为我们顾客的管理者挑选股票来出售！"洛夫莱斯还有其他打算，因此犹豫不决。麦克龙潇洒地向他保证，如果洛夫莱斯感兴趣，这个工作[注]任何时候都给他留着。

洛夫莱斯注意到在他毕业的这一年亚拉巴马州只建造了一座大楼，因此决定离开建筑业进入别的领域发展。第一次世界大战结束后，洛夫莱斯在加利福尼亚州做了一次短暂的尝试：他同兄弟吉姆（Jim）和杰伊（Jay）在小镇印第奥附近买下了一个椰枣种植场。但是世界大战的结束也终结了（暂时终结）蔗糖的短缺，而原来由于蔗糖短缺，椰枣的需求量和价格一直居高不下。战争结束后，椰枣的需求量和价格恢复到了正常水平，洛夫莱斯兄弟们在椰枣种植上的尝试因此很快宣告失败。

注

1919年，洛夫莱斯决定加入麦克龙的公司注并搬到了底特律。洛夫莱斯很快为自己树立起了“点子大王”的名声，组织了一个规模小却行之有效的研究单位，而且加入了早期证券研究的行列。当时没有国民生产总值的数据；公共公司向外界披露的数据很少，如果披露数据，也是在自己方便的情况下；穆迪和标准普尔股票价格综合指数当时还没有面世；在1928年10月之前，道琼斯股票平均价格指数只包括20只工业股票。洛夫莱斯发现现有的数据或是不够或是已过时，因此拥护独立的研究。

在投资研究领域该花多少时间这个问题上，洛夫莱斯和麦克龙产生了一系列分歧。麦克龙想集中精力承销新股发行（因为承销新股发行的差价高达15%~20%，而且没有官僚式的耽搁），因此他提出，如果洛夫莱斯把精力放在公司的承销业务上，他就可以为一家新的研究组织注支付经费。他们达成了折中意见：研究工作将以洛夫莱斯的方式进行，公司的新股承销业务将获得全面的研究支持。作为这一安排的一部分，很喜欢为有关公司设计行之有效的金融结构的洛夫莱斯同意帮助招揽公司金融业务。

洛夫莱斯在这一时期真正的兴趣是为具有中等收入的个人投资者开发投资信托业务。这几乎成了美国的第一家共同基金公司。洛夫莱斯曾经研究过英国的投资信托公司，投资信托公司的投资理念是：个人投资者通过组合他们的投资、分散风险并保留职业投资管理而不是通过零售经纪人买进个人股票赚取差价，这样他们会赚取更多的好处。洛夫莱斯想为美国的投资者组建一个类似的投资公司，麦克龙最终也表示同意，但是麦克龙认为他的公司应该得到一半的利润，而不是投资者资本回报的6%，于是就用大量举债和优先股的方式设计了新的投资公司。公众每买入一份普通股，E·E·麦克龙公司就获得同样数量股份的永久性认股权证。新投资公司被改名为美国投资公司。

在公司发行股票之前，洛夫莱斯和麦克龙一致认为至少应该让他们的新主意获得某个监管机构的某种批准。最合理的选择就是获得密歇根的银行督察官的批准。但是这位督察官非常保守，认为该州的银行所面临的竞争已经过于激烈，很不利于银行自身的发展，所以拒绝了这家投资银行的主意，并告诉他们："先生们，这个主意很有趣，但是如果说这个主意真的像你们说的那么好，那它就会从我们的储蓄银行里往外掏钱，我们不希望发生这样的事，因此我不能批准。"试图获得官方认可和解决各种设计问题又花去了几个月的时间，因此当美国投资公司于1926年3月27日以密歇根一家信托公司的身份上市时[注]，波士顿的一家公司（马萨诸塞投资者信托公司）已经赢得这场比赛，成为美国第一家共同基金公司。密歇根的银行督察官在批准了马萨诸塞投资者信托公司之后，也批准了美国投资公司上市。

在20世纪20年代的经济繁荣时期，股票市场势头强劲，所以麦克龙想通过借债给新的共同基金公司增加资本总额，从而从金融杠杆中获得更多收益。洛夫莱斯不想冒金融杠杆的风险，但是他没有在这场争执中取胜，使得这个新的共同基金公司变得十分脆弱，当股市暴跌时公司已经不堪一击。

麦克龙的公司在给地方工业公司承销股票的业务中做得相当不错，并且组织和发起了一系列封闭式的投资公司（经常是集中在某个行业或者国家的某个地区的投资）。1928年，E·E·麦克龙公司作为经纪人公司已经繁荣昌盛。企业界的大多数总裁都预测美国即将进入一个光明的新时代，尤其是美国的股票市场。

在股票市场的牛市环境中，洛夫莱斯发了迹。作为一个成功的投资者，他享有很高的声誉，并在1924年成为E·E·麦克龙公司的合伙人。[注]刚刚30岁出头的他就实现了经济上的独立。

别人可能会沉醉于这种强劲牛市的欣欣向荣，洛夫莱斯却保持着清

醒的头脑。根据他对市场价格和真实投资价值的研究，洛夫莱斯越来越担心投资者的投资热情，他认为这种热情有些过度。在一次计算中，他发现纽约一家主要银行的股票市场价值[注]几乎相当于其全部资产，就好像他们没有任何储蓄或者贷款！洛夫莱斯知道这么高的股票市值是不会持久的。

1929年夏，洛夫莱斯对股市失去了信心，8月卖掉了自己持有的大部分股票和证券。他一再劝说麦克龙做法要保守一些，但是对方充耳不闻。[注]洛夫莱斯没能说服自己的朋友，就单独采取了行动。他撤出了经纪公司，并将他持有的E·E·麦克龙公司10%的股权转让。（谦虚的洛夫莱斯后来承认，他并没有将所有账目结清：他同意了合伙人的请求，没有大张旗鼓地全部撤资，而是将一部分资本留在公司里，直到年末才全部撤出。）幸运的是，尽管股价在9月暴跌，但是当洛夫莱斯年底撤出资本时股市出现了一些反弹。接着，在后来的三年中，股票的价格几乎跌到了巅峰时期的10%。

洛夫莱斯在34岁时以富翁的身份“退休”，接着就决定回到遥远的洛杉矶。[注]和以往到加利福尼亚州旅行时一样，他乘坐的还是圣达菲列车。

1931年，洛夫莱斯为了开发各种活动所需要的信息，在洛杉矶开办了一家小型投资公司，洛夫莱斯、丹尼斯和伦弗鲁公司（Lovelace，Dennis & Renfrew），这家公司后来成为资本集团的核心。[注]莱昂内尔·埃迪和艾伯特·赫廷格为洛夫莱斯的新公司写报告，两人在底特律时都和他一起工作过。[注]洛夫莱斯的业务包括为加利福尼亚州的公司做金融咨询[注]；作为公用事业收费案件的专家证人，为从因大萧条而破产的阴影中走出的公司所面临的各种问题做咨询；为私营公司和经过遗嘱检验期的家族企业的大宗股票估价。

1931年，洛夫莱斯的新公司接替了E·E·麦克龙公司，成为原来由

E·E·麦克龙公司经办的两家封闭式基金公司美国投资公司和南太平洋投资公司的投资顾问。(注)1932年，当美国投资公司陷入困境时，洛夫莱斯被选为该公司的总裁。(注)由于埃迪坚持增加公司资本结构的杠杆比率，该信托公司在股价暴跌期间损失了70%。由于有300万美元的长期债务和400万美元权益，美国投资公司的偿付比率仅为133%，而当偿付比率达到125%时，债券持有人就会自动接管公司。因此，为了防止债务偿付比率降到触动债权人接管临界水平以下，美国投资公司的全部资产都投在了政府公债上。1933年，已经对E·E·麦克龙公司完全失去信心但是仍然信任洛夫莱斯的投资判断的美国投资公司顾问委员会(注)派出一名代表从密歇根州来到加利福尼亚州，目的是劝说他接管这个投资信托公司剩下的事务。

美国投资公司的资本重新调整后成为一家封闭式的公共投资公司，其资产不到500万美元。(注)1936年，美国投资公司偿还了债务，1939年，公司又变成了开放式的投资公司，目的是避免以净资产价值25%~30%折扣的价格在股市上出售。(注)

在后来的10年中，美国投资公司的投资记录非常令人满意，这出于三个原因：公司的杠杆融资运作有利；该共同基金公司的规模不大，所以具有十分优越的机动灵活性；洛夫莱斯利用了他发现股票市场上投资机会的才能。道琼斯股票平均价格指数这10年的年增长率为7%，而美国投资公司的年增长率则是其两倍，达到14%。(注)

在公司的前20年中（即使以今天的眼光来看，这也是一段很长的时间），资本集团平均来说也只是不亏不赚，刚能够保本。(注)今天，资深总裁们回首往事，对当时被认为十分必要的日常节约措施纷纷摇头。为了控制开支，办公室之间的往来电话（电话的前三分钟话费为3美元，相当于今天的25美元）都安排得非常仔细，每个人都在等待电话来开展自己部门里要做的工作。各办公室之间的联系大都靠邮件服务：三分钱

的邮票毕竟要比长途电话费便宜得多。(注)纽约办事处使用的是旧办公家具。而且从洛杉矶总部那里收取标准普尔公司分析上市时用的活页记录本，但是这些印有上市公司分析报告的活页记录本也都是一年以前的。员工们开玩笑说，因为时差，纽约比洛杉矶早三个小时，办公用品却落后洛杉矶整整一年。

除了这种节俭的风气和致力于基础研究外，洛夫莱斯还笃信与他所喜欢的人工作的信条，因为这些人和他一样，在理性投资和为投资者服务的道德方面都具有奉献精神和严明的纪律性。洛夫莱斯性格含蓄，非常善于听取别人的意见，对一个团队的思想领袖来说，这些性格特点都是行之有效的。分析员发现，洛夫莱斯在投资会议上的观点意见对于他们培养自己对公司和行业的判断能力很有帮助。洛夫莱斯在他主持的投资会议上很少说话，而是在标准上做大量的记录，然后才就大家所说的话做出总结，并就大家达成一致的问题阐述他的意见。(注)

洛夫莱斯表面上并不热情或者乐于结交他人，他很少赞扬他人，也从不草率地批评别人。在他任职期间，公司里的所有人都感觉自己有很多的活动空间和时间，最后也总会知道他对员工能力的评价。“真不知道他是如何做到这一点的，”科尔曼·莫顿说，“你总感觉到他完全知道你在做什么，而且知道你做得如何，但是又感觉不到他在窥视你。”洛夫莱斯知道，犯错误，甚至是犯大错误，都是投资管理中很自然的一部分，而评价一个人或者一家公司都是长期的事情。

洛夫莱斯关于员工个人和公司组织的看法（见第十三章）如今在资本集团里仍然备受推崇，为公司连续成功的管理提供了必要的基础，而且留住了不同年龄段的杰出人才。“他的主要爱好就是为真正的企业家当好投资银行家，”霍华德·施彻说（见第二章），“他就是法国人所说的‘助产士’，他能够赋予思想和企业以生命。”

洛夫莱斯喜欢和那些具有中西部社会和道德价值观的人在董事会中

共事。他十分关注有思想的企业战略和保守的金融战略，不喜欢夸夸其谈的大都市风格的投资银行家。（当他听完纽约的几位投资银行家描述了他们是如何做交易之后，洛夫莱斯蔑视地轻声说：“我从来没有那么做过！”）

为了确立一家公司的长期价值，洛夫莱斯依赖的是对投资价值充分的、具有创新意义的调查研究，而这些价值很有可能被别人忽略，然后是以合理的市场价格收购。由于将认真的调查和对长期估价的观点结合到了一起，所以资本集团的证券投资组合周转率过去和今天都远远低于行业标准。

“只看一家公司的数据远远不够，”鲍勃·柯比回忆说，“JBL只和那些他真正信任的人做投资交易。”JBL常说：“克莱斯勒汽车公司和其失败的前身注的唯一区别就是沃尔特·克莱斯勒。”

洛夫莱斯有着严格的道德观，为人十分正直。在洛杉矶，他的穿着显然与众不同，总是穿着深色的三件套，马甲上拴着一块金表，见到女士总是将头上的礼帽倾斜一下。洛夫莱斯很少脱掉上衣或者马甲，即使在没有空调的斯普林大街总部也是这样。他说话总是轻声慢语，明显带着南方口音。他身高只有1米7，苗条的身材和他那安静、绅士的气质十分吻合。关于自己做出的巨大贡献和成就，洛夫莱斯十分谦虚，但是他吸引了许多有能力和有权力的人物，原因就是他具有超凡的远见且善于和具有远大目标的聪睿人士交往。注洛夫莱斯的表现总是低姿态且从不装腔作势，但他又是一个真正的冒险家，他允许且鼓励年轻人勇敢地去实现自己的理想。

洛夫莱斯坚持独立思考，却能将反对自己的观点和真正的礼貌有机地结合在一起。他常这样解释：“与人方便和与己方便都很重要。当大家都想卖出去时，你就要买进来。当大家都想买进来时，你就卖出去。别总想着再多赚5%。做人不能太贪婪。”

与洛夫莱斯的一次谈话给资本集团的一位现任领导者留下了不可磨灭的印象，这可能是由于那次讨论的话题具有强烈的思想性，也可能是因为那次谈话具有平等待人的风格。70岁出头的洛夫莱斯和28岁的戴维·费希尔约定共进午餐，洛夫莱斯像往常那样穿着深棕色的三件套，戴着礼帽，他充满敬意地称戴维为“费希尔先生”。

他们在餐桌旁坐下之后，洛夫莱斯问道：“费希尔先生，是什么吸引你来做这种工作呢？”费希尔大胆地开始解释他是如何欣赏这种绝妙的杠杆融资和快速的盈利方法，而当股价上扬、新的资产大量进仓时，一个管理得当的投资公司可以用相对固定的成本取得那样的成绩。

洛夫莱斯解释说，从长远的观点来看，在投资管理公司的业务中并没有真正的杠杆融资，他还担心如果有任何明显的杠杆运作，那更有可能表明在人才、制度和客户服务方面的投入不足，这样就会影响公司未来的工作。（吉姆·罗滕伯格在第九章里解释说：“如果对由资本集团监管的投资资产进行调整或者紧缩，以便消除市场价格上涨的影响，那么基本的增长就是7%，投资者的增长大约也是7%。因此，正如JBL所说，‘在这个行业中没有杠杆融资’。”）

“乔纳森·贝尔·洛夫莱斯对未来进行足够的投资的关注，今天仍然是公司品质的标记。”费希尔解释道，“JBL总是采取长远的观点和战略，想保证资本集团做得越来越好，而且远在他之后继续做得越来越好。”

由于设计创新带来了潜在的贡献，洛夫莱斯在美国一个不起眼的地方创办的这家小型投资公司的管理资产不断增加，从1933年的500万美元，到1958年的3亿美元，1967年的11亿多美元，接着到世纪之交时又远远超过了5 000亿美元。资本集团的员工也在相应地增加：1933年不到20人，1953年30人，1967年120人。现在资本集团的员工多达6 000多人。

资本集团现在不仅是世界上最大的投资管理公司之一，还是为其三

大服务群体取得持续性成果工作做得最好的公司之一：为投资者提供持久卓越的投资成果，为所有者提供富有吸引力的长期回报，为员工提供实现职业生涯的机会。对献身于资本集团的人来说，另外一个十分重要的东西就是，资本集团是一个有精神的组织。正如鲍勃·柯比所讲的那样："资本集团是一家有灵魂的公司。"

---

1. *Confessions of an Advertising Man* by David Ogilvy，NTC Publishing Group（1994年3月）。
2. 乔纳森·贝尔·洛夫莱斯是1931年资本集团的缔造者。
3. 为了同其子乔恩·洛夫莱斯（洗礼时取名为小乔纳森·贝尔·洛夫莱斯，后来去掉了中间的名字，并被同事们称为JL）的名字加以区别，老洛夫莱斯的名字被简称为JBL（简称的名字最早出现在公司的备忘录上以便节省空间，因为要列名其上的人越来越多）。今天，资本集团的员工都用缩写简称来称呼彼此。
4. 洛夫莱斯为美国陆军的《防空炮兵手册》的撰写做出了贡献，并且辅导了从没上过大学却绝顶聪明的爱德华·麦克龙学习如何利用三角正切、正弦和余弦解决问题。
5. 一直以来，洛夫莱斯在贝弗利山家中的地下室里都保留着那架飞机机身的一大块木板，以此作为纪念。
6. 弗吉尼亚州的福特里斯门罗驻扎了两支训练部队，后来前往欧洲：分别从田纳西州的查塔努加和密歇根州的巴特尔克里克开赴欧洲战场的。
7. 这份工作的薪水是每月150美元。
8. 杰伊后来经营种植场许多年，而且还经营了"沙漠椰枣商店"。
9. E·E·麦克龙公司创建于1919年2月13日。1926年10月27日，该公司因为违反了纽约证券交易所章程中的一项条款而被停一年。该公司在事先未获得报价与委托委员会书面批准的情况下就给两个分公司经理（除了薪水之外）支付了分公司一半的纯利润。后来，在1930年2月24日，E·E·麦克龙公司将经纪业务和资产（包括密歇根州的6个办事处）卖给了EA·皮尔斯公司，该公司后来成为梅里尔·林奇、皮尔斯、芬纳和比恩公司（今天的美林公司）的一部分。E·E·麦克龙公司继续经营，直到1934年被B·E·霍珀公司接管。爱德华·麦克龙和伯纳德·霍珀成为合伙人。
10. 洛夫莱斯聘用了哈佛商学院的艾伯特·赫廷格（Albert Hettinger）和唐纳德·史密斯、美国电话电报公司的亚历山大·斯坦迪什、美国财政部的首席统计师雷·钱伯斯、纽约联邦储备银行的拉格纳·内斯。他还设立了一个经济顾问团，其中包括芝加哥大学的莱昂内尔·埃迪（Lionel Edie）教授、耶鲁大学的欧文·费希尔教授、密歇根大学的埃德蒙·埃兹拉·戴和斯坦福大学的约瑟夫·戴维斯。

11. JBL是美国投资公司5名受托管理人之一。投资研究公司是由美国投资公司的受托管理人组织的，其目的是为美国投资公司以及其他地区性投资公司提供投资研究。

12. 1924~1930年，洛夫莱斯成为E·E·麦克龙公司的合伙人，其他合伙人有E·E·麦克龙、柯林斯和泰姆维尔。

13. 第一国民城市银行，现名花旗银行，是花旗集团的一部分。当被问及时，麦克龙向洛夫莱斯保证，查理·米切尔为福特汽车公司承销股票可以赚取数百万美元，但是这种好事从未出现。

14. 吉姆·富勒顿在回忆20世纪60年代早期的一次谈话时问：“乔恩，你一直享有市场预测高手的名声。1929年在股价暴跌之前，你正好全身而退，当时你看到了什么信号？”洛夫莱斯回答：“吉姆，我不是市场预测高手，当时不是，现在也不是。1929年，我撤出股市的依据就是对金融市场的初级研究。当时，货币中心银行在市场上大受欢迎，人人都想拥有这种银行。我做的初级研究就是研究这类银行，并且将每家银行出售的股份与每股的市场价格相乘。我发现每家银行出售的股份都超过了银行本身的储蓄。这些储蓄不是它们所拥有的，而是它们所欠的数目。我对此惊愕不已，所以又对其他许多公司做了相同的简单运算。我发现人们在争先恐后地购买100股甚至10 000股这样的‘热门’股票，但是思维正常的人是不会以这么高的价格买下整家公司的。正是这个原因，我退出了股市。这个教训其实很简单：不要支付比你愿意买下整家公司所出的价格还要高的金额购买它的股票。”

15. 1930~1931年，洛夫莱斯充分显现了他具有长期投资价值的超凡眼光。当他在贝弗利山建造一座大房子时，他雇用了一些急需工作的手艺高超的工人。他也表现出了很强的幽默感，称他所拥有的相邻空地为“网球场”。

16. 资本研究与管理公司。

17. 后来，埃迪组建了美国最大型投资顾问公司莱昂内尔·埃迪公司，该公司最后也成为美林证券公司的一部分。赫廷格60多岁时从哈佛商学院令人景仰的学术界退休之后加入了拉扎德·弗里尔公司。在之后的30多年中，他在别的投资者甚至还没有考虑在日本投资时，就先人一步以三四倍的利润在日本的保险股票等“高风险新兴产品”上投资，从而获取了大量的财富，估计有1亿多美元。

18. 顾客包括：格罗斯兄弟，洛夫莱斯帮助他们筹措资金购买洛克希德飞机公司的控股权；太平洋互助人寿保险；国会大厦档案公司，他在该公司还出任创始人董事；穆扎克公司，他是该公司最早投资人之一；沃尔特·迪士尼公司，他在该公司是首任外聘董事。他和罗伊·迪士尼的合作尤其密切，后者为拍摄电影艰难地筹措资金。洛夫莱斯还介绍迪士尼认识了一位正在崛起的银行家美洲银行的A·P·贾尼尼；另外还为著名的卡通电影《幻想曲》筹措了资金。洛夫莱斯开玩笑说，如果他不能干建筑结构，他可以干金融结构。因为与迪士尼的联系，洛夫莱斯家族与加利福尼亚艺术学院建立了长期的联系。这所学院在艺术界的先锋地位就像麻省理工学院和加利福尼亚理工大学在工程界的地位一样。

19. 洛夫莱斯也建立了一种为公共服务部门（比如儿童医院、西南博物馆和南加州亨廷顿图书馆）服务的意义深远的榜样（通常是通过投资委员会拨款）。今天，在加利福尼亚州为公益董事会服务的资本集团的合伙人比任何公司的人都多。

20. 1926年，当美国投资公司在底特律作为封闭式的投资公司或者共同基金公司成立时，洛夫莱斯是该公司的5位托管人之一。洛夫莱斯也是美国资本集团的总裁。该公司从E·E·麦克龙公司手里买下了南部债券和股份公司的控股权。进入20世纪60年代，底特律成为美国投资公司的律师和投资者们开年会的地点。

21. 委员会成员包括伯勒斯计算器公司的总裁、帕克–戴维斯制药公司的总裁、赫德森汽车公司的董事长罗伊·蔡平、斯图尔特·莫特、EA·皮尔斯公司的埃德加·皮尔斯，还有另外几位成员。在美国投资公司陷入困境之前，该顾问委员会只有声望而没有实权。

22. 南部债券与股份公司和太平洋投资公司合并而成了南太平洋投资公司，该公司也购买了身为特拉华州一家公司的美国投资公司40%的股权。调整麦克龙所组建的复杂的高杠杆比率的资本结构需经过复杂的谈判和交换，一个结果就是洛夫莱斯所称的“引起了永久性问题的”永续认股权证。资产在许多年里波澜不惊地上下波动，1945年，美国投资公司的资产达到了2 200万美元，但是在1948年下降到了1 800万美元。洛夫莱斯在有生之年将看到该公司在1969年成为全国10家最大的公司之一。美国投资公司作为美国经营最好的共同基金公司之一，1969年成为唯一一家上市的共同基金公司，而且此后一直待在这个组织中。将所有的股息重新投资之后，1934年美国投资公司所投的1万美元到20世纪末就变成了1 520万美元（而投资于标准普尔指数所获得的收入仅为660万美元，投资于银行储蓄账户所获得的收入仅为135 000美元）。现在该公司资产已经超过500亿美元，是美国所有普通股共同基金公司中的第三大公司。

23. 太平洋投资公司也是一家封闭式的投资公司，在美国投资公司中有80万美元的投资额，其市场折价威胁到可以引发其债券持有人接管太平洋投资公司及其在美国投资公司的大量所有权。

24. 公司的永续认股权证成为一个永久性的营销麻烦，因为竞争者们经常生气地问：“你们真想将股份稀释量那么多的共同基金卖给你们的客户吗？”（2000年，精明的经纪人仍然为自己的广告收集反馈意见，并建议投资者查阅自己给美国投资公司认股权证的历史文件）。

25. 20世纪30年代晚期，投资结果受到了严重影响，原因可能是洛夫莱斯过多地卷入与共同基金行业有关的“投资公司法案”。1939年，美国投资公司成为开放式投资公司或者共同基金公司，而投资公司经销人也开始报价出售美国投资公司和南太平洋投资公司的股份。

26. 当资本集团从斯普林大街搬迁到斯泰特勒办公大楼时，研究分析员在一个星期六来到这里打开搬家用的盒子和箱子，并将各种参考书摆放整齐。

27. 尼莉·希克斯基回忆说（见第八章）：“我们第一次见面时，我只有19岁。JBL已经很成功，他认识很多成功人士，受到了广泛的赞誉。尽管如此，他在听我说话时仍然全神

贯注，而且充满了敬意，显然他是为了学到东西而认真倾听。他在尊敬别人方面真是与众不同，他从不显出高人一等。JBL是个十足的绅士。如果不是出于我对JBL的尊敬之情，我绝不会接受他请我到加利福尼亚俱乐部吃午餐的邀请，因为那个俱乐部不接待女性或者犹太人，可是我两者都是。JBL为别人考虑得很周到，还邀请了查克·希姆普（Chuck Schimpff）和夫人一同前往，这样我就有了另一个女伴。但是当然了，希姆普夫人和我几乎有50岁的差距！”

28. 马克斯韦尔汽车公司破产之后被克莱斯勒公司兼并。

29. 1955年，他支持科尔曼·莫顿将一家早期的企业建成国际性投资公司的主张。该公司就是国际资源基金。

第二章
保持活力

给读者的提示

尽管当时很少有人认识到，但是大多数投资管理公司的长期命运几乎都是一边倒地由公司历史上最早期的折中决策决定的。这类决定命运的决策几乎都是偶然之举。

此类例子不胜枚举：投资公司都是围绕着主要投资管理人的历史业绩和个人利益逐渐发展起来的，这些人对开创新公司充满了自信和企业家的决心。公司创始人的名字往往出现在公司的名字里，而且在创始人的谈话中以及他对“我的公司”的感觉中随处可见。但是若干年之后，当初公司创建时谁和谁在场的故事几乎就像很偶然发生的事情一样。

资本集团的早期并不是这样。作为公司的创始人，乔纳森·贝尔·洛夫莱斯对于个人承担所有的损失（在长达20年的时间里都是这样）持极其乐观的态度，因为他长期关注的目标就是建立一家优质的公司。这就使资本集团避免做出后来让其自食其果的关于所有权的决定。同样重要和与众不同的是，当所有权的价值值得拥有时，洛夫莱斯有兴趣与别人分享，而且十分乐意为员工安排资金的筹措，这样他们就可以在资本集团里投资了。

1950年，资本集团还是该行业中一家很小的公司。公司只有28名员工，所管理的资产只有3 600万美元。对资本集团这么一家利润微薄的小公司来说，任何经济或者市场冲击都有可能造成致命的影响。

时间往往是公司发展最宝贵的资源，尤其是在公司初建阶段时间非常紧张的时候更是这样。在公司的创始人对资本集团所做的所有贡献中，从长远的观点来看最宝贵和最有经济价值的贡献就是有充分的发展时间。

林德利·莫顿（Lindley Morton）13岁时离家出走，做过实验室的助手，在一家水泥公司做过销售，还在第一次世界大战期间当过海军飞行员。战争结束之后，只有20多岁的莫顿在宾夕法尼亚州的菲尼克斯维尔发现了一家被遗弃的水泥厂。他了解到这家工厂的所有者是本地的银行（因工厂的抵押人未能偿清债务而被取消了赎回权），就约定与银行行长见面，并大胆地提出购买这家水泥厂。

“你出价多少呢？”

“你要多少呢？”

“我的银行借给了原来的所有者100万美元，所以这就是我的底线。”

“很好！但是现在我只能现付1美元，其余款项我在10年内付清。”

“成交！”

随着时间的推移，莫顿将这家企业逐渐发展了起来，尤其是在他遇到了乔纳森·贝尔·洛夫莱斯的亚拉巴马州，他的企业发展得更好。后来，洛夫莱斯请他加入美国投资公司的董事会。1928年，莫顿将水泥厂卖掉。他看到其他公司的所有者以极高的价格出售自己的公司，他也知道竞争将越来越激烈。他卖了个好价钱，但是很快就遇到了问题。

莫顿将卖企业所得资金的1/3投到了一个看上去令人激动的新的投资项目——华尔街一家新成立的信托投资公司。由于初期取得了显著的

成功，这些信托公司通过层层的控股公司和控股公司的控股公司获得了对一批经营公司的金字塔式的控制权，激起了人们对杠杆融资极高的利润额的期待心理。但是杠杆融资是一把双刃剑，而且莫顿的主要投资放在了运气不佳的高盛公司（Goldman Sachs Trading Company），而这家公司经营得很差。高盛公司的股票一下子从其最高价格下跌了98%。

尽管失去了整整1/3的财富，林德利·莫顿仍然是个富人。当他的儿子科尔曼·莫顿在耶鲁大学上大学四年级时[注]，他选择的论文题目是经济学方面的——对银行服务收费的研究。[注]莫顿在加利福尼亚州完成论文研究期间，被邀请到他父亲来自亚拉巴马州的朋友乔纳森·贝尔·洛夫莱斯的办公室里兼职。

从耶鲁大学毕业并在第二次世界大战中服役之后，莫顿于1945年以初级分析员的身份加入了资本集团。一年之后，他离开资本集团加入了父亲和兄弟们的石油开采业，期待着有重大的发现。可是经过几年的开采仍没有取得显著进展，老莫顿就将儿子们召集到一起：“我一直在努力教你们如何用100美元的赌本赢钱，可是你们就连两美元的小赌博游戏都没有学会。因此你们都被解雇了！”[注]科尔曼·莫顿于1949年回到了资本集团，努力地工作，而且干得不错。他在资本集团持有的股份数量一度高达10%，加上他手头的期权则达到25%，即使在今天看来，这样的持股数量也是相当可观的。

莫顿身材高挑、英俊潇洒、很有魅力。因为成绩优异，在耶鲁大学成为Phi Beta Kappa学术荣誉协会会员。与资本集团的大多数人衣着保守、态度谦恭截然相反，讲究穿着风格、充满自信、性格开朗的莫顿身上穿的是萨维尔·罗高级套装，每天都在胸前口袋里放一条不同颜色的手帕。他见多识广，做事情总讲究风格，无论在国内还是国外进出的都是豪华俱乐部，浑身洋溢着浓浓的自信。他的样子就像是个首席执行官。[注]莫顿个人魅力十足，说话声音洪亮清晰，在公众场合是演说高手，在资本集团一贯低调、保守的管理人员中，他是个非常显眼的证券

投资组合经理。莫顿的头脑里充满了新颖、大胆的想法，在资本集团的证券投资组合经理中，他是个具有支配力的人物。他受到了为资本集团销售共同基金的券商和华尔街头面人物的广泛认可。但是这样的人物并非只有莫顿一个。

乔纳森·贝尔·洛夫莱斯坚信，任何管理工作的成功都离不开发掘、激励和支持杰出的人才，因此他一次又一次地将杰出人才吸引到资本集团，就像当年将杰出人才吸引到底特律的E·E·麦克龙公司一样。

哈勒斯顿·J·“哈迪”·霍尔（Harleston J. “Hardy” Hall）1936年作为一名分析员加入了资本集团。作为证券投资组合的管理人和分析员，霍尔做出了重大的贡献，尤其是当他在纽约单独做一项研究项目的那几年中贡献更大。除了对东海岸所有的公司进行研究外，他还担任了资本集团驻华尔街的首席联络官。作为佐治亚工学院的工程师，霍尔确信，股市一定具有某种内在的能够被理解的机制。他认为关键问题应该是知道收益的潜在规律，因此他尤其关注季度收益下降的公司，总是试图理解其中的奥妙。

查克·希姆普在芝加哥的邓恩–布拉德斯特里特公司待了几年之后来到资本集团，在1950年组建美国共同基金公司（资本集团[注]的第二个共同基金公司）时，希姆普承担了组建公司所需的绝大多数工作。希姆普为人诚实，每天都认真地计算公司需支付的销售税。他对公司给他的额外津贴甚感自豪，并希望比他年轻的人称呼他为“希姆普先生”，除此之外，他还拥有一个专门留给他的停车位。由于接近退休年龄，他并不是每天都来公司上班，所以某位大楼经理开始将车停在希姆普的车位上。尽管受到了警告，但是这位经理仍然占用希姆普的车位，因此，希姆普直接采取了行动：他买了一条又长又重的钢链，将这辆入侵的车子锁在了一根柱子上。锁好之后在车上留下了一张纸条，说开锁的钥匙在他的办公室里。

在底特律办事处[注]工作的朱尔斯·霍夫曼（Jules Hoffman）[注]是工业公司方面的专家，尤其是汽车公司。而汽车行业越来越高的销售额又刺激了对橡胶、钢铁和所有汽车零部件的需求。霍夫曼的习惯是每天走访三四家公司，并在当天晚上就每家公司写一份长达6页的报告。利用一种省时的标准化格式，他可以在第二天完成几份报告并将其邮寄到办事处。霍夫曼和蓝领工人相处得十分愉快，正如他所忠告的那样："如果你总是与人为善，你就可以获得大量的信息。"[注]

1948年，资本集团的规模仍然很小，业务也不繁忙：只有16位员工和一个资产为1 750万美元的共同基金公司，外加封闭式的太平洋美国人基金，真是没有什么发展势头。

洛夫莱斯绝妙地展示了他设计金融结构的技巧，在20世纪50年代初期创建了美国共同基金公司首次公开发行股票的模式。接着，为了防止发生任何可能毁掉这笔交易的泄密事件，他采取了严格的安全措施，美国共同基金公司与证券公司[注]合并。这家封闭式的投资公司以净资产大幅折价出售其股份，所以持股人都很高兴地来到美国共同基金公司购买这些权益。这次合并将美国共同基金公司的资产一下子提高到了1 000万美元，这个新的共同基金公司所带来的大量管理费使资本集团第一次盈利。它也给资本集团带来了经纪人能够销售的第二个共同基金（这些经纪人曾担心当实行许可证时美国投资公司的潜力会减小）。资本集团很快将拥有第三个共同基金公司——华盛顿共同基金（见第五章）。

1954年，由于股市坚挺[注]，共同基金公司的销售业务也好转起来，资本集团有史以来首次完完全全地盈利了。洛夫莱斯此时充满信心地认为资本集团的利润率将会持续下去，就开始将资本集团的股份卖给其他重要的合伙人。

后来被认为是洛夫莱斯所做的最重要的聘用决定看上去一定是最容易的：他聘用了他的儿子。可是这并非那么轻而易举。乔恩·洛夫莱斯

1950年从普林斯顿大学毕业之后非常不愿意加入他父亲的公司。[注]他学的专业是经济学和社会制度，并在这个领域首次对产业心理学产生了兴趣。尽管父子之间相互尊重，但是他们之间的关系并不总是那么融洽。

乔恩·洛夫莱斯从小生活在富裕的家庭里，却立志要走自己的路，并且总是担心自己的命运被父亲主宰或者被迫接手父亲的工作。因此，年轻的洛夫莱斯开始了自己的人生道路，在暑假期间就在洛克希德和太平洋金融公司的人事部门打工，毕业之后到太平洋金融公司工作。[注]但是一年之后，他意识到自己并不想长期在太平洋金融公司工作，必须再找别的工作。父亲听到这个消息之后就找了个机会，建议儿子来资本集团工作，他说："这个工作就是与人和数字打交道，而这两方面你做得都不错。反正你也在考虑找别的工作，为什么不来这里试试呢？我想你会喜欢这个工作的。即使你不喜欢，如果我有什么不测，了解公司的情况对我们的家庭也是很有用的。"1951年10月，乔恩·洛夫莱斯以统计员的身份进入洛杉矶总部，加入了资本集团。可是此时他仍然犹豫不决。他给自己设定了两个阶段：6个月和24个月。前6个月进展得不错，但是直到第18个月，他还是没打算长期待下去。后来因为父亲的健康状况恶化，一切都发生了变化（见第四章）。

1953年，资本集团遇到了一个意想不到的问题。乔纳森·贝尔·洛夫莱斯突然心脏病发作。医生要求58岁的他至少休息一年。[注]幸运的是，洛夫莱斯又活了26年，直到1979年他84岁时逝世。这个事件对公司领导层的影响显而易见，对投资工作的影响几年之后也显露出来。

资本集团的领导一直集中在JBL身上，因此，他离开公司这个事实本身就是一个突然和巨大的变化。现在，人人都必须拼命地工作，并且共同管理和共同负责。霍尔、莫顿和希姆普三人联合决策，由霍尔担任总裁（乔恩·洛夫莱斯还没有进入领导圈）。鲍勃·柯比回忆说："我们意识到自己再不能在一个领域里仅仅依靠一个管理者了。从这个意义上说，他患了心脏病对我们来说应该是幸运的，因为这个事件给我们上了

非常重要的一课。”

JBL的心脏病并不是洛夫莱斯家族面对的唯一不幸。1954年，JL和妻子莉莲的第二个孩子出生不久就夭折了。这令他们极其悲痛。他们接受了忠告，希望变换一下环境来减轻内心的痛苦，就于1955年和女儿一起搬到了纽约市。洛夫莱斯将和霍尔一起工作。纽约办事处将成为一个培训中心，年轻的分析员轮换来这里学习，既可以访问东海岸的公司，又可以了解华尔街上各个公司优缺点的第一手资料，还可以培养那种必要的怀疑态度，然后再轮换回洛杉矶（在远离总部的外地办事处肩负重大的责任将成为资本集团里年轻人获取学习经验的方式）。

乔恩·洛夫莱斯在纽约工作了一年之后回到洛杉矶，霍华德·施彻接替了他在纽约的工作。施彻从小在长岛长大，曾是童子军的成员，第二次世界大战期间在美国海军服役。1946年退役后进入威廉学院和哈佛商学院读书，决心为自己将来的投资生涯学到所有的本领。施彻在哈佛商学院的第二年遭遇了一次严重的车祸，得到了6 000美元的保险款，这是从1万美元的赔偿款中扣除了付给律师的4 000美元之后的所剩，他将全部款项都放在了投资业。

施彻在哈佛时听过一门金融和投资课程[注]，并听过艾伯特·赫廷格博士所做的一堂客座讲座。这堂课给施彻留下了深刻的印象。施彻后来在系主任的家里看到赫廷格在阅读年度报告，就问他对资本集团的看法。“这家公司不错，”赫廷格简短地回答，并没有提到自己许多年前曾被乔纳森·贝尔·洛夫莱斯聘用当过公司驻底特律办事处的研究部主任，也没提现在还为资本集团做着顾问的工作。

施彻给全国许多投资公司写求职信但都没有什么结果，后来收到了资本研究与管理公司的面试邀请函，而这家公司他才刚刚听说过。听说资本集团的总部在洛杉矶，而施彻又轻蔑地认为“那个地方只有好莱坞和电影，没有投资业”，可是他又没有别的机会，所以决心走进投资业

的施彻就在纽约接受了霍尔和乔恩·洛夫莱斯的面试。他接受了这份工作，并于1956年年初[注]加入了资本集团。

在20世纪50年代中期，资本集团管理着四个投资公司[注]——三个开放式共同基金公司和一个封闭式共同基金公司（太平洋美国人基金）。[注]参加资本集团的第一次会议时，施彻惊讶地发现，他竟然认识主要发言人，就是赫廷格博士。

---

1. 科尔曼·莫顿喜欢讲述他是如何选择了去上霍奇科斯学校然后去耶鲁大学的故事："我曾祖父的部分头皮被印第安人剥去了，他向上帝祈祷说：'如果我能逃走，我将用毕生的精力为上帝工作。'当然他逃脱了，并在康涅狄格州的索尔兹伯里做起了宗教工作。在霍奇科斯学校时，霍奇科斯夫人想找个本地学生代表获得奖学金的学生，她选中了我的曾祖父。这就是为什么我和我的兄弟们去上霍奇科斯学校然后又去了耶鲁大学。"
2. 为了获取数据，莫顿向罗滕伯格求助。罗滕伯格是他们家的朋友，在美洲银行工作。
3. 在后来的几年中，林德利·莫顿每个星期都会与他的两个儿子吃一次早餐，并问他们："怎么样，孩子们，在过去的一个星期里你们取得了什么重要的成绩？"
4. 许多年来，很多"场外活动"事实上都是科尔曼·莫顿领导的。
5. 在这个时期，公司的全称是资本研究与管理公司。
6. 1942年，由于是在战争期间且资产从1936年的2 300万美元减少到了1 200万美元，所以底特律办事处暂时被关闭了，直到战争结束之后才重开。
7. 在E·E·麦克龙公司工作之后，霍夫曼的职业生涯非常成功，并成为底特律一家业务范围遍及全世界的大型建筑公司的首席执行官。他在解决公司财务问题上做得十分出色，所以公司的董事长决定让他的女婿来接管他的工作。因此在1953年，霍夫曼以他自己想要的兼职身份重新加入了资本集团。
8. 莱昂内尔·埃迪教授和艾伯特·赫廷格教授也经常被聘为经济和投资顾问。
9. 证券公司是证券银行于20世纪20年代经济繁荣时期组建的证券分公司。当时普遍的做法是，承销所剩下的所有未出售股份都被放在了分公司的证券投资组合之中。自然，投资收益是微不足道的，正是由于这个原因，那些股份都是按照净资产价值以很高的贴现率出售的。
10. 1953年9月到1954年9月，市场股票价格平均指数几乎上涨了50%。1954年9月，在整整25年之后，股票价格平均指数又恢复到了1929年9月之前的巅峰水平。

11. 洛夫莱斯为了能早些在贝弗利山高中毕业，就在暑期学校拿了一门课程的学分，之后到霍奇基斯学院学习了一年。1944年，他想进入军队服役，就参加并且通过了考试进入了V–12军官候选人学校的项目，但是因为生病他没有能够成功，因此毕业之后，他就入伍成为雷达技术员。作为已经获得V–12资格的人，他又参加了考试且顺利通过，但是因为患了猩红热，再次与V–12部队失之交臂。他正在训练期间赶上了日本投降，所以在服役18个月之后，他回到了家里。在训练期间，洛夫莱斯在代尔蒙特酒店的蜜月套房住了几个星期，同住的还有另外7位海员。

12. 洛克希德飞机公司的格罗斯兄弟在听到JBL说第二次世界大战结束之后他们不能再大量销售飞机，必须搞和平时代的工业这样的忠告之后，就组建了太平洋金融公司。太平洋金融公司成为西海岸主要的消费者金融公司，后来被泛美公司收购。

13. 尽管他从外表上看一本正经，但是大家普遍认为JBL的幽默感富有感染力且与众不同。“工作是JBL最大的乐趣之一，”吉姆·富勒顿回忆说，“因此，他因心脏病而退休之后，我和他开玩笑说他给退休下的定义就是再也不用每个星期六和星期日工作了！”一天下午富勒顿来到JBL的办公室看望他，当他碰巧看到了墙上的挂钟时感到十分惊讶。“天啊，乔恩，现在已经是4点20分了吗？”“不是，”JBL轻声地笑了笑回答道，“我是特意把它定在那个时间上的，这样当我感到有点儿累时，我就可以看看钟说：‘哦！已经4点了。差不多该回家了！’”富勒顿又回忆了洛夫莱斯不动声色的幽默的一个例子：“我们在纽约时，有一天他给我带来了好消息：‘吉姆，我有两张今晚世界系列赛的门票。你想不想去？’我解释说：‘我和一个客户很早就定了一次业务会面，不能和你去了。’JBL挺直了身子回答说：‘吉姆，你的这个回答让我怀疑你的业务判断能力！’”

14. 和查尔斯·阿博特教授一起。

15. 资本集团从商学院正式聘用员工是从一年之后（即1957年）开始的。

16. 霍尔管理美国投资公司，JBL管理美国共同基金公司（和查克·希姆普共同管理，其实查克并不是投资人，却喜欢“参与”），科尔曼·莫顿管理太平洋美国人基金，JL管理资产很小、资金流动很少的华盛顿共同基金公司。1956年，太平洋美国人基金合并到了美国共同基金公司。

17. 开放式共同基金公司每天两次按照公司每股净资产价值买卖股份，因此对新的投资者来说是“开放的”，或者按照正常的基础来赎回现有的股份。封闭式共同基金公司并不买卖自己的股份，这些公司的价格就像正常公司的价格一样，是由供需关系决定的。

第三章
多元顾问制度

给读者的提示

革命性的创新（即使是那些几年后凸显的创新）很少能像雷霆闪电那样不期而至，更不会像智慧女神雅典娜那样以完全成熟的形象从人的头脑中蹦出来。相反，这些创新思想开始时都是关于如何改进方法的一些模糊不清、不那么令人满意的想法，是对某种渴望的概念或解决方法的大体情况的一种直觉，是朝着某个大方向前进的一种感觉，也是个人在探索和开发上的一种锲而不舍的伟大精神。同时还有运气这一神奇的成分，而对伟大的成功而言，运气往往起着至关重要的作用。怪不得革命性创新如凤毛麟角，尤其是在公司组织的设计上就更为罕见了。

资本集团伟大的革命性创新就是证券投资组合管理的多元顾问制度。和许多伟大的创新一样（尤其是公司组织上的革命性创新），资本集团对资本管理的多元顾问制度刚开始的时候并不完善。它开始时只是应付某些特定情形的一种试探性的试用方法，而且以前的某些特定经验对其也有很大的影响。资本集团的领导者坚持摸索多元顾问制度的具体细节，可经过好几年的努力并没有取得明显的进步。

作为一种组织概念，多元顾问制度使资本集团能够很好地应对大多数投资公司或者组织所面临的并且常常给公司造成混乱的重大问题：投资的成功导致了资产的增长，而资产的增长最终又给公司的经营加重了负担，使之不能产生突出的投资收益。[注]

投资上的巨大成功能使资产实现巨额增长，而增长的结果很快

会使经理们不知所措。具有讽刺意味的是，当个人的事业成功造就了企业的成功时，接踵而至的往往是个人的失望，甚至是失败。不幸的是，在投资管理行业，这种情形不断出现。在过去半个世纪的每个10年中，在10年开始时做公司领导者的人，到这个10年末时有一半已经不再是领导者。没有多少公司能够独领风骚30年以上。资本集团是个例外，而从更长远来看，竟然是唯一的例外。

我们再看这个问题的另一个版本。当一家投资公司因为投资者取得了良好的投资收益而生意兴隆时，竞争者可能会挖墙脚，将一个或者更多关键性的证券投资组合经理挖走，这些经理也可能脱离公司，自己创建新公司。或者说，一位明星证券投资组合经理禁不起公众的追捧，生疏了业务一两年时间，或者可不可以说，这也许是一种早期的迹象，表明这位经理永远地“生疏了业务”呢？公司必须在这位明星经理的销售额与替换他或改变他的角色这两者之间做出取舍，而对于这种角色变换，这位明星经理有可能不接受。或者说某个迅速崛起的年轻投资人可能会觉得自己有能力来负责一大摊子证券投资组合的管理工作，但是此时将全部基金都交给他来管理暂时还显得很不明智。有时候，这些会引起混乱的困难可能同时出现。

所有这些伴随增长而经常产生的问题都有一个重要的特点：它们都将投资公司置于个人的骄傲自大和企业机会主义（两者都被短期因素左右）的风险之中，因为个人的骄傲自大和企业机会主义此时都与企业的长远职业责任发生了冲突。在将公司的首要任务安排得当并保持清醒的头脑方面，资本集团做得几乎无人能及，而起着关键作用的则是它的多元顾问制度。

令人惊讶的是，除了先锋集团[注]，几乎没有其他投资公司选择模仿资本集团的革命性创新制度。当我们看到世界上大多数一流的投资经理因为没有启用大规模的有效制度而继续产生低质量的投资结果时，这种不善于模仿先进经验的现象就尤其令人惊讶了。尽管多元顾问制度模仿起来很困难，但是有越来越多的证据表明，这种制度确实能非常有效地解决资产管理业务中固有的令人生畏的难

题，而且没有别的方法能够如此有效。

投资管理领域绝不是对组织结构进行或者采纳改革创新的肥沃土壤，部分原因就是这个行业通常利润很高，所以为什么要去操那个心呢？但是主要的原因是因为杰出的投资人（这些人通常在自己的公司里占据主导地位）在投资上花了太多的时间和精力，所以几乎没有时间或者能力将自己的公司作为公司来管理，所以他们就不可能在自己的公司里搞大规模的创新变革。（投资管理行业通常利润很高的原因是，与资本集团不同，大多数投资经理在生产服务价值方面投入不多，还向客户收取高额费用。）

多元顾问制度也许只能在具有资本集团这样的企业文化的组织里（见第五章）实行，因为这种文化基本上排除了因个人骄傲自大而给公司造成长期的困扰。在大多数投资公司里，每位证券投资组合经理每天都把自己视为一个英雄来面对世界。资本集团消除了个人英雄主义，取而代之的是讲究谦虚、一贯的理性、严格的测评结果和行之有效的组织结构等一系列系统的措施方法。

资本集团的企业文化价值、聘用制度、管理方法和薪酬制度进一步明确了其英才管理的坚定方向和成功投资的首要任务。

在资本集团的四个共同基金公司都找到成功的证券投资组合经理几年之后，该公司于1958年认识到自己在最重要的领域（即投资领域）里遇到了一个重大的管理挑战。“20世纪50年代末，投资结果并不像我们当时所期望的那么好。”乔恩·洛夫莱斯用其典型的轻描淡写的语气说，“我们研究了一下自身的情况，发现我们的委员会在做决策时感到困惑，尤其是当与会成员们的意见相悖时，我们感到更加困惑。”

资本集团的主要证券投资组合经理都有各自不同的个性，并且在相关投资问题上有着明显不同的思维方式，所以他们中出现不同的意见是必然的。关于投资的集体决定经常都是各种意见的折中结果，而这种折中结果是投资问题上最糟糕的决策，因为人与人之间相互迁就阻碍了思

想的创新、理性的决策和果断的决定，而努力消除各种相互冲突意见最终达成共识这个过程，让大家都会感到身心疲惫。与其说是各种真知灼见之间相互受益，不如说是相互抵消了。这对投资业尤其有害，因为最好的主意在最初阶段往往都不是很明确，都是些“软壳鸡蛋”，但是潜在的利润巨大。如果说投资业就是关于创造性和制定非同寻常的、非常规性的甚至是不受欢迎的决策的话，那么伟大的投资决策最好应该由对自己行为负直接责任的个人来做。

资本集团努力让每个证券投资组合经理都独立地管理自己的共同基金，但是三四年之后，实际的投资结果似乎出现了奇怪的偏离现象：美国投资公司的增长型证券投资组合竟然比美国共同基金公司的本该是保守的证券投资组合还要保守，然而他们的权限却是截然相反！比如，1957年，苏联发射的人造卫星引起了美国对前景的担忧，预计暴跌的股价开始跌落。看到公司的收入不景气，霍尔积极地出售股票增加美国投资公司的现金储备。相反，JBL却“很喜欢艾克”[注]，并且看到在整个经济大环境和主要的行业中有很多发展机遇，因此采取了更积极的方法，大胆地为美国共同基金公司买入股票。不同经理的证券投资组合之间的区别并没有产生互补的作用，实际上产生了矛盾。

无巧不成书，JBL和霍尔都打算尽快退休，这意味着美国投资公司和美国共同基金公司需要新的证券投资组合经理。接替者在科尔曼·莫顿和乔恩·洛夫莱斯这两个截然不同的人之间选择。资本集团要进行重要决策的燃眉之急促生了一次重大的组织创新。

资本集团的领导者们达成了共识，用于共同基金行业的这两个传统的组织结构（每个共同基金公司都由自己的证券投资组合经理分别、独立地经营，或者根据共识和折中进行委员会的集体管理）都不能使资本集团有效地解决这个严重的迫在眉睫的问题。他们需要一种截然不同的方法。

非但没有折中，也没有将这两个传统的、本质上相互矛盾的组织结构结合在一起，乔恩·洛夫莱斯转而向父亲建议，他们可以利用两种结构中最好的部分来解决这个问题。他提出了试探性的建议，而他所建议的东西逐渐成为一种全新的投资管理结构。尽管在开始阶段比较缓慢，但是这种新的设计（即证券投资组合管理的多元顾问制度）证明比那两种传统的结构都要优越。

证券投资组合管理的多元顾问制度是以这样的决策开始的：他们决定将问题分解成许多部分，然后再将其重新组合起来。第一步就是将资本集团的两大共同基金公司分成四个分别管理的部分，这四个部分分别由霍尔、莫顿[注]、JBL（由希姆普协助管理）和JL管理。这四个证券投资组合经理都将管理每个共同基金的一个部分，这样，两大共同基金公司都能将每位经理最大的优点结合到一起。

当乔恩·洛夫莱斯将他的想法解释完之后，乔纳森·贝尔·洛夫莱斯坚决支持这个建议并为其取名为“多元顾问制度”。（这个术语用在共同基金公司的业务上，而“证券投资组合经理”这个传统的术语则用于机构投资客户。）JBL充分信赖儿子的这个主意，但是JL意识到，别人可能会认为这是个激进的主意，也许不会获得全体的通过，因此就要求JBL单独推荐这项改革。[注]

“大家都知道一丝不差地记录下所有的交易将很困难，”吉姆·罗滕伯格解释[注]，“但是管理层里有些人意识到如果资本集团要扩大，如果资本集团想让每个共同基金公司都脱离一个人的单独领导，那么就必须做出某些改变。”

多元顾问制度于1958年4月1日正式实施，而当时所有重要的记录都是手工操作的。[注]（很自然地，有些怀疑者提醒这些倡议者说这天是愚人节。）9个月之后，华盛顿共同基金公司开始启用多元顾问制度。

尽管证券投资组合管理的多元顾问制度是一种再创新，其目的在于解决一些具体的实际问题，但是这个制度已经证明是资本集团在构建投资管理组织中最主要的创新。正如罗滕伯格40年之后解释的那样：“在研究这个概念时，乔恩在父子两代人中起了关键的作用，而他的父亲则给了他坚定的支持。父亲的这种坚定支持非常必要，因为当时乔恩刚来公司不久，而且还有好几个人极力反对这个想法。有些人认为这是异端邪说，有些人认为这根本不可能奏效。”

多元顾问制度的运作方法制定得很细且花费了高额费用。用于运作多元顾问制度的软件花费了1亿多美元，而且现在仍在不断地改进。罗滕伯格说：“在一个层次上，这个制度既简单又明确，就像开始制定的时候一样。在另一个层次上，这个制度又非常精细。在这一点上我们都有痛苦的经历。”

当时参与制定这个制度运作和复杂计算细节（在计算机化实行之前[注]）的鲍勃·埃格尔斯顿解释说：“多元顾问制度一开始是作为那个困难的过渡期里的一种试验。耐心的培育和完善耗费了好几年的时间。制定这个制度是因为资本集团的工作规模变大了、工作复杂程度加深了，公司的负担越来越重，因此乔恩对此非常担心，渴望能够走在那个发展曲线的前面。”

“一连好几年，JBL都觉得多元顾问制度有点儿像商业机密。”科尔曼·莫顿说[注]，“我们知道这个制度别具一格，我们知道这个制度贯彻起来很不容易，我们也知道它确实奏效了。”有些人想让这个多元顾问制度一直处于保密状态，这样别的公司就不会模仿了。但是鲍勃·柯比很乐观地说：“这个制度太过复杂，假如哪家公司想模仿而又没有真正理解它，那它就完蛋了！”合伙人都同意这个看法，即证券投资组合管理的多元顾问制度可以用30秒简短地解释一下，也可以用30多天解释清楚具体实施细节。

监测多个证券投资组合是一项非常复杂的任务，为了避免出现重大失误和误解，至今仍需要投资管理人投入大量的时间和精力。[注]为了能够起效，多元顾问制度至少还需要一个资深的支持者[注]来协调有可能出现的各种人际问题，因为让这么多有创造力的人在一起密切地工作不可避免地会出现一些问题。

好像要证明这种多元顾问制度如果没有坚定的支持就很难采纳和有效地实施，就连资本集团在开始启用这个制度时也并不总能成功。正如第九章和第十章所解释的那样，在各分支机构实施这个制度的早期，证券投资组合经理经常会重犯“英雄基金经理”的毛病，而正是由于这个主要原因，其他投资公司才没有采纳这个新概念。

当资本监护信托公司的证券投资组合经理试图以自己的方式实施这个制度时，他们遇到的问题更是显而易见。首先，他们只是简单地让两位证券投资组合经理配对工作，但是他们之间的投资风格差异太大，他们的交流又太少，因此，当两个拥有同样的财产委托指令的客户比较自己的结果时，他们的结果可能迥然不同。因此，这种没有料到且难以捉摸的差异令客户惴惴不安。而且在争夺新生意的竞争中，那些为养老基金如何选择新的投资经理提供咨询的投资顾问认为，这些差异根本不能接受。

“从个人的观点和职业道德来讲，”证券投资组合顾问迪克·巴克说，“多元顾问制度的各项内容我都喜欢，只是别让我去解释。向一个没有经验或者对投资行业不太了解的客户解释这个制度简直令人痛苦。即使对我们这些在这里全职工作的人来说，要想熟练地驾驭90种或者100种不同的股票，也是十分困难的。尤其难掌握的是‘针尖’股票，因为在证券投资组合评估会上，如果表现一直不尽如人意，客户就会用尖如针头的讽刺话语批评你。”

但是当客户和他们的顾问习惯了这个制度，而且通过组织纪律性的

显著增强让资本监护人公司的结果更加巩固时（见第十章），客户和顾问都开始更充分地欣赏多元顾问制度的种种好处。今天，资本集团的精髓所在就是其内部制度，因为这些制度可以随时适应规模和复杂性的不断增长。

多元顾问制度已经成为一种非常完善和有效的工具，使资本集团可以自如地化解伴随增长而产生的规模和复杂性的挑战。当一家共同基金公司或者机构账目变得越来越大时，这家公司或者账目可以很容易地被分给更多的证券投资组合顾问。与此同时，证券投资组合顾问可以集中精力做他们最擅长的投资项目，每个人都管理一个规模令人满意的证券投资组合。这个制度使得每个证券投资组合顾问都能够全力以赴地实现资本集团的主要目标：创造出一贯优异的长期投资结果。

他们要赢的是票面金额，而不是某个证券投资组合顾问（当然，因为每个人都与同样的外部标准比较，所以内部的比较不可能消除）。顾问们知道，通过为客户取得优异的投资结果，他们可以大幅增加自己的收入，因为连续四年投资结果的加权移动平均数与每个顾问的薪酬有着直接和明确的联系（关于细节请参阅第十四章）。

对大型共同基金来说，资本集团将其分成6个甚至更多的部分，让每个顾问全权负责一个部分，并对自己的证券投资组合的投资结果负全部责任。每个证券投资组合顾问都管理若干个不同基金项目的证券投资组合。这几个证券投资组合都是测定个人投资结果的组成部分。

在资本集团成立初期，投资信息并不被广泛地分享。但是现在，分享所有的信息并且经常公布投资结果都是多元顾问制度不可或缺的部分。所有充分和及时公开买卖决定的做法，消除了投资人“吃独食”以及在与别的证券投资组合顾问沟通之前，就买进或者卖出自己负责的证券投资组合中的某个部分的倾向。

每个证券投资组合顾问在听取并考虑了同行的信息之后，都可以根

据自己坚定的信念全权处理自己负责的那部分基金。比尔·牛顿证明了每位顾问所享有的宽松的自由度：在他的那部分“新视野基金”（总价值为30亿美元）中，他曾经只持有9只股票。他简单明了地说：“你只需要拥有你想拥有的股票。”

多元顾问制度清楚地界定并简化了沟通问题。在有相对的价值、兴趣和信心的资深证券投资组合顾问的讨论会上，再没有什么多余的话能比得上这句简单的声明：“我授权在股市上购买20万股这只股票，就是现在。”

证券投资组合不仅在投资标的上多样化，而且其风格和投资理念也是多样化的，各位投资顾问对股市的看法也各有不同。实现最优的证券投资组合的多样化并不是证券投资组合顾问个人的责任。相反，有一个投资委员会监督所有的证券投资组合并且协调各个组成部分，以保证所有的投资都服务于基金的整体目标。

多元顾问制度的主要优点：

- 个人对所采取的行动负责任，直接与货币和非货币的薪酬挂钩。
- 客观地评定结果。
- 职业满足感和成就感。
- 证券投资组合更加多样化。

每个证券投资组合顾问的投资结果都经常测定并定期向其他证券投资组合顾问报告。证券投资组合评估制度每天、每周和每月公布每个证券投资组合顾问的投资结果。信息的公开流动和互补型的薪酬政策鼓励了证券投资组合顾问通过交流思想和信息相互帮助，但是他们并不需要搞什么折中或者说服工作，而是独立、大胆地做自己的投资决定。

通过决策制定的多样化强化结果的一贯性和连续性，一贯性和连续性对资本集团的全球化提出了新的要求。罗滕伯格解释说："主要客户都要求用我们的运作和结果的一贯性作为质量的主要衡量标准。这就意味着我们大批的全球客户要求资本集团在投资目标、证券投资组合管理过程和全国所有分公司的整体工作上都具有一贯性。但是现实和正在有效管理的实际工作是这样的：我们在各国的分公司都有各自的历史和不同的经历，因此他们的投资管理方法确实不尽相同。我们争取在一定时间内减少这些差异。但是因为我们所推崇的就是个人的责任制和投资创新，所以我们运作起来必须小心翼翼。"

多元顾问制度鼓励个人成长，尤其鼓励研究分析员的成长，因为这些人在职业生涯的早期就开始在资本集团管理实际投资。分析员的投资一般都是在自己的项目里开始的，最初是一两只股票，然后越来越多。有些分析员最终掌管的资金数额庞大，而且都是在他们最为熟悉的行业里。对一个分析员来说，最大、最明确的职业和个人成就莫过于知道证券投资组合经理正在大量买进他们刚刚推荐过的股票。

结果是否清晰可辨也是解决棘手的人员问题的关键。资本集团在投资中利用的信息公开制度自然能让同级员工进行公开的评估。"这个制度的系统性很强，因此如果有谁出了问题，很早就会显现出来，这样就可以及时予以解决。"鲍勃·埃格尔斯顿解释说。尽管如此，资本集团从不草率地做出有关投资的决策，因为这种投资需要一定的时间才能成熟起来（见第十五章）。将某人调离投资管理工作通常至少需要三年的时间，但是如果有正当的理由，就会冷静客观而又通情达理地做出人员调动的决定。

资本集团为共同基金投资人制定的多元顾问制度见表3–1。

表3–1 决策结构的优点

	单个证券投资组合经理	+	投资委员会	=	多元顾问制度
• 最有说服力的想法	√				√
• 想法的多样化			√		√
• 方法的多样化			√		√
• 证券投资组合经理的责任	√				√
• 证券投资组合经理的满意度	√				√
• 研究分析员的责任					√
• 研究分析员的满意度					√
• 证券投资组合经理离任后的连续性			√		√
• 结果的一贯性			√		√
• 给客户的证券投资组合带来的好处	有创意的思想实现的价值增加		多样化和风险控制		鱼与熊掌兼得

1962年年初，研究部的一些年轻人在公司的一个休养所问道："为什么不让我们也掌管一些资金呢？"但是那年春天股价暴跌之后，他们对这个主意的兴趣淡漠了许多。后来在1965年，当乔恩·洛夫莱斯接任了研究部主任一职后，鲍勃·埃格尔斯顿为研究部制定了具体的运作程序。研究分析员们直接根据证券投资组合采取行动，以即时决策的方式买卖特定的证券并贯彻他们自己最好的主意和信息，而不必说服证券投资组合顾问采取行动。分析员的证券投资组合经常取得优异的成果，同时研究部管理着共同基金和机构账户中相当大的比重，并将其视为多元顾问制度的一个组成部分。

当资本集团刚开始实施多元顾问制度时，公司掌管的资产价值仅为4亿美元。如今，资产的价值比当时提高了1 500多倍。有150多位投资决策者同时掌管着各种基金和证券投资组合的若干部分，每天都在做某种证券买卖的决定。罗滕伯格解释说："其实是多样化促进了连续性。"

---

1. 假如一只红蚁的身长是20厘米，那么从几何学的角度来讲，它相应的体重就会压垮其外部的骨骼结构。假如一头印度大象比其原有的体重增加15%，那么如果它腿部的骨骼

和肌肉力量没有更加强大，这个重量会使得大象根本没有力气抬起腿来，而如果大象移动不了，就肯定会饿死。

2. 先锋集团是由霍华德·施彻组建的，公司里包括一些在资本集团工作的同事。

3. 艾克是德怀特·戴维·艾森豪威尔总统的绰号。

4. 因为科尔曼·莫顿是唯一具有自然资源或者国际投资业经验的投资人，所以他就继续单独地管理国际资源基金公司。

5. 乔恩·洛夫莱斯也做好了充分的准备，如果他的主意不能奏效，他将负全部责任。

6. 罗滕伯格从哈佛学院直接来到了哈佛商学院。在商学院，他和650名学生中2/3的人一起上了科利尔·克拉姆教授颇受学生喜爱的“机构投资”课程。富勒顿和那个班级里的一个立志于搞风险投资的学生面谈。那个学生说：“我说，富勒顿先生，你真的应该去和吉姆·罗滕伯格聊聊，他是我们班里最聪明、最有思想的人。”

   克拉姆教授曾让罗滕伯格考虑留校一年当他的研究助理，写作教学案例，但是当被问及投资公司时，他建议最好的去处之一就是资本集团。那天晚上回到家里，罗滕伯格碰巧收到了资本集团的一封信。他接受了简·格里尔和麦克·沙纳汉的面试。尽管从没有到过底特律以西的地方（到底特律那么远也只是打橄榄球比赛），可是罗滕伯格还是很高兴地来到了洛杉矶，接受了桑福德博士的性格测试，晚上到沙纳汉的家里吃晚餐。这是他有生以来第一次吃日餐。晚饭后，两个人一直谈话到凌晨3点，也就是东部标准时间早晨6点。此时，罗滕伯格已经完全放弃了在哈佛当教学案例作者的想法。

7. 当时所有的复杂记录都是手工操作的，两个会计小组（一个小组有三个成员，另一个小组有两个成员）拼命工作但仍然不能令人满意，这给管理层带来了新的挑战。

8. 资本集团觉得他们不能使用那种被认为有成本效益的现成制度，因为当时所有已知的制度都有这样一个假定，即最终决策将由一个明星证券投资组合经理来做，而资本集团在证券投资组合管理的过程中实行多元顾问制度要避免的正是这个问题。

9. 莫顿将这个制度的若干部分引进了他后来去工作的西部信托公司。用来将若干分别管理的对冲基金组合成一个整体的证券投资组合的这种“基金的基金”结构也有些相似之处，现正在越来越多地被使用。

10. 管理一项基金的顾问可能想卖掉基金的全部或者部分控股权，为了管理这一过程，资本集团发明了一种缓冲的方法。首先，让同一基金的其他证券投资组合顾问先购买这个股权。如果他们想接管这个股权，他们之间就进行内部交换，出售股权者的投资表现将被记录在案，犹如这部分股票卖到了股市上一样。（如果其他的证券投资组合顾问不想买下这些股票，这些股票就卖到股市上。）当一个证券投资组合顾问想卖而别的顾问不想买并且不同意出售时，问题就会出现。这就要求特殊的记录（偶尔有少量的股票被保存在储备委员会里）。

11. 许多年来都是乔恩·洛夫莱斯给予支持，但是现在给予支持的有好几位指定的资深经理人。

第四章
组织核心

给读者的提示

乔纳森·贝尔·洛夫莱斯并不是一个富有超凡魅力的人，而是一个谦虚、谨慎、平易近人的人。他的这些个人特点今天仍然是资本集团的企业文化。更重要的是，洛夫莱斯聪明睿智、理性且自律性强。他聘用的都是杰出的人才，并且给予有思想的人坚定的支持。他镇定自若的举止对长期投资和培育一个职业组织来说是最为理想的品质。

作为经理人，洛夫莱斯除了不直接提问外（他鼓励别人为投资决策负责，并鼓励他们为建设资本集团发扬企业家的进取精神），还经常表现出果断决策的领袖风采。他支持有决定性意义的重大行动：提出共同基金公司的概念，接管了陷入困境的美国投资公司，组建了美国共同基金公司，同意组建华盛顿共同基金公司的新颖的安排，授权沃德·毕晓普组建独立的共同基金销售组织，创建了风险资本，并且坚定地支持投资管理的多元顾问制度。

他的儿子乔恩·洛夫莱斯在资本集团连续担任领导角色的时间长达40年之久。乔恩在任期内采取了一系列战略性的创新措施，最开始就设计和提出了多元顾问制度，然后领导资本集团转型为一家控股公司，支持了几次重大的并购行动，坚定地支持且长期不懈地致力于发展国际投资业务，并领导资本集团制定了全面的薪酬和所有权战略，这项战略因不涉及任何个人利益而更显得意义重大。

正如早期的“生存”年代（尤其是给羽翼未丰的小公司植入乔纳森·贝尔·洛夫莱斯所代表的价值）对资本集团未来的职业和生

意腾飞至关重要那样，20世纪50年代末和60年代对于建设资本集团能够在后JBL年代继续发展壮大也是极为关键的时期。

通过不懈的努力，资本集团终于成为具有持久生命力、充满活力的职业服务组织。它是投资管理行业的佼佼者。个人的成功也许带有几分幸运的色彩，但是创建一家伟大的公司绝不含有运气的成分：公司的成功总是在不断地实现激动人心的远景的过程中锲而不舍、兢兢业业辛苦劳动的结果。

在这个时期，还有一个重要的管理思路成为资本集团强大网络的一个部分——引进人才。从斯坦福大学和哈佛商学院毕业之后，吉姆·富勒顿到了墨西哥（因为那里流行马球且消费水平低）去开启写作生涯。出版了几部短篇小说之后，富勒顿就放弃了作家这一职业，开始销售保险。从业不久，他就为科尔曼·莫顿做了一次全面的个人保险产品介绍和分析。莫顿很快意识到富勒顿就是完成乔纳森·贝尔·洛夫莱斯交给他的任务的最佳人选："找一个脑袋善于搞数字的人。"

富勒顿很善于搞数字，更善于搞文字，而最擅长的竟然是与人打交道。(注)富勒顿身材高挑、长相帅气，富有个人魅力，他说话时语调亲切温和。他有即兴讲故事的能力，喜欢讲一些原创的搞笑故事，例如他曾杜撰了两个日本冒险家一系列的冒险故事。他谦虚地说，这些故事"简直好得没法说了"。

富勒顿于1957年加入资本集团(注)，并很快展开了一次在全国范围内寻觅人才的行动。(注)在沃顿商学院，就业安置办的主任递给富勒顿一沓精心挑选的求职简历。所有的求职毕业生的学习成绩都很优异，并且都整整学了6年的商务课程，拥有沃顿商学院的学士学位和硕士学位。(注)富勒顿看着这些个人简历，情绪越来越糟，最后禁不住说："这些求职者我都不想用！对别的招聘者来说，他们可能不错，但是不适合我！日常工作他们可能会做得非常到位，但是我们要找的不是这样的人。我们

需要的是优秀的投资人，就是说他们必须具有想象力、富有创造力并善于独立思考。你们有没有我们需要的这类人才呢？”

就业安置办主任一时迷惑不解，接着他眼睛一亮：“确实有个家伙，你们可以试一试。他是班里的第一名，可是他还不知道该做什么。他一会儿会去图书馆。”富勒顿来到图书馆，见到了毕业于西点军校的鲍勃·埃格尔斯顿。他们谈了半个小时，知道了两个人都在同一个野战炮兵部队服过役，只是时间不同。[注]他们谈得很投机，可是令埃格尔斯顿惊讶的是富勒顿建议他们停止谈话。“我们在一个小时的谈话中只能了解到我们是否能够或者说是否愿意相处得好。我现在知道了我并不讨厌你。如果你也这么看我，如果你对投资感兴趣，那为什么不到我们的纽约办事处来认识一下我们那里的人？”埃格尔斯顿同意了，富勒顿随即递给他一份心理测试题，并解释说资本集团认为这套将奇形怪状的桩钉和孔配对的测试题很有用处，能够看出什么样的人在什么样的投资公司工作更合适。

第二天，当埃格尔斯顿来到纽约办事处接受哈迪·霍尔等人的面试时，富勒顿看了埃格尔斯顿在心理测试题上写下的内容。埃格尔斯顿是这样填空的：“当我从飞机上往下跳时，我感觉没有了信心。”

“你从飞机上往下跳过吗？”富勒顿问埃格尔斯顿。

“跳过。”

“多少次？”

“14次。”

埃格尔斯顿被聘用为分析员。1964年，他成为研究部主任，组员有8个人，其中包括他早期的良师益友朱尔斯·霍夫曼（Jules Hoffman）。[注]资本集团当时还在聘用其他年轻人才。

基金管理是霍华德·施彻真正想做的工作，“他们告诉我，资本集团的基金管理工作在洛杉矶而不在纽约，因为我在海军服过役，知道要说‘是的，长官’，所以我就在1962年从纽约搬到了洛杉矶”。20世纪60年代，施彻被越来越多的人视为具有非凡想象力和卓有成效的投资人。20世纪六七十年代，施彻是资本集团的主要投资经理人之一。他成功地提议创建了一只增长型股票基金，从而为公司扩大了产品领域，而不只局限在美国投资公司的增长与收益型基金，这对资本集团的共同基金产品线产生了重大影响。

1967年，在施彻的倡导下，在共同基金市场的增长部门，资本集团的第四个基金公司美国资本基金公司[注]宣告成立，资本集团由此进入增长基金市场。当时，股票经纪人都对盖里·蔡的曼哈顿基金、弗雷德·卡尔的企业基金[注]和霍华德·斯坦的德雷福斯基金等热门基金的优秀表现激动不已。美国人都在阅读亚当·斯密的《货币游戏》，人人都在谈论投资绩效和赌博性投资基金。资本集团的增长基金最初的增长状况并不被看好。

由于公司内部对具体发行哪种类型的增长基金举棋不定，所以错过了对增长基金有强烈需求的最佳时期。而且，资本集团的共同基金销售组织（见第五章）对销售增长基金并不热心。作为美国资本基金公司基金经理，施彻担心他已经错过市场良机，如果他也试图达到目前的表现则会两头吃亏，所以就采取了观望的态度。最后，由于董事们施加了压力，他把这笔基金完全投资出去。但是此时，要想赶上20世纪60年代中期的市场浪潮为时过晚，销售额连续好几年增长缓慢。后来，随着良好投资结果的积累（尤其是在1973~1974年的熊市之后），美国资本基金公司的资产才有了大幅度的增长。这一成功帮助施彻巩固了他在资本集团的领导地位。

施彻认为他可以将大部分时间都花在投资上，因此不愿意花大量的时间讨论业务的细节问题，而别人都准备这么做，乔恩·洛夫莱斯显然

也喜欢这么做。尽管每个证券投资组合顾问在资本集团做投资时都可以按照最适合自己的方式来运作，这种独立工作的方式非常合适施彻，但是在将资本集团作为一个组织管理时，大家都必须在一起工作。而他们在一起工作的方式更多地由乔恩·洛夫莱斯莱决定。

作为投资人施彻受到广泛赞誉，但是别人若想和他共事并非那么容易。他很容易与人产生冲突，首先是学术上持不同意见，其次是与他人的不同意见，最后是政治观点与人相悖。作为一个负责大规模资产的主要证券投资顾问，施彻对资本集团的发展和业务方面都有重要影响。这一点在公司的重大决策上显得尤为突出。

另一个卓越的投资人来自加拿大。比尔·牛顿毕业于南加州大学，在保险和金融服务集团泛美公司短暂工作过一段时间，然后于1951年到美国陆军服役。经过基础训练后，他被派往日本冲绳。在那里，为了打发无聊的日子，他到邮政局的图书馆读书。几乎将那个图书馆里所有的书都读完之后，牛顿开始翻看《威森伯格投资公司报告》[注]（*Wiesenberger Report on Investment Companies*）。这部纲领式的巨著读起来并不轻松愉快，但是对牛顿来说，它似乎要比别的书强，因为投资才是他真正的兴趣所在。在这本书里，牛顿注意到一家大型共同基金公司的高级投资经理的年薪竟然高达30万美元。这比他曾经工作过的西方人寿保险公司（泛美公司的下属公司）任何做抵押项目的经理的薪水都要高出许多。因此，退役之后，他又回到了西方人寿保险公司，在公司的投资管理部申请了一个职位（他也在另外三家投资公司了解到了招聘的职位，以便多些选择）。

西方人寿保险公司总裁乔治·比约尔曼决定面试牛顿，他很喜欢牛顿，竟然立即为他设计了一个职位。牛顿将负责名字以字母N到Z开头的所有公司，其中包括美国政府证券公司（其他的工作人员分工负责名字以字母A到M开头的公司）。牛顿的新老板真的是一位良师益友，他认真倾听经纪公司的分析员所做的电话谈话，然后仔细地和牛顿对他们

进行评论。而牛顿也是一个很有抱负的学生，学习进步很快。他们在一起合作很愉快，牛顿也打算在泛美公司大干一番投资业，但是1958年的一个电话改变了他的计划。

一位友好的股票经纪人、麦克唐奈公司的亨利·比尔打电话说："我觉得你应该见一见乔恩·洛夫莱斯，他是洛杉矶最好的职业投资人之一。"不到一天，洛夫莱斯就给牛顿打来电话："我听说你是这个地区最棒的年轻投资人之一，我们得见一面。可以一起吃午餐吗？"他们共进午餐，而且谈得很投机。不久之后，比尔·赫特邀请牛顿加入一个每月两次午餐聚会的"隔周周四"小组，这个小组的成员包括鲍勃·柯比和乔恩·洛夫莱斯。[注]

洛夫莱斯试探着请牛顿来资本集团工作，牛顿却闪烁其词不做肯定的答复。他认为在泛美公司能够学到很多东西，而且对他的良师益友也是忠心不二。此外，和泛美公司数十亿美元的资产相比，资本集团则少得可怜：它管理的资产总共不到3亿美元。乔恩每个月都打来电话问牛顿他最后的决定，这种情形持续了一年之久，乔恩终于和他摊了底牌："我们一直在谈论的这个职位现在需要有个人来做。我们真的想让你来做这个工作。但是如果你现在还没准备好过来，我们只能聘用别人了。"牛顿于1959年加入资本集团，管理货币市场储备并担任JBL的助理。[注]

杰出人才陆续加入，资本集团逐渐壮大，公司的生意也蒸蒸日上。"资本集团管理的资产于1966年年初首次突破10亿美元。"[注]莫顿回忆说，"我们的办公室在斯塔特勒大楼里，我们可以要求相连的斯塔特勒大酒店给我们送来香槟，所以我们要了香槟酒来庆祝每个具有里程碑意义的重大突破。当时因为我们只有40人，所以送来的香槟也不算很多。后来，当股价下跌、资本集团的资产跌到10亿美元以下时，希姆普建议我们还应该庆祝一次，借那次机会庆祝我们职业诚信的增强。"

科尔曼·莫顿是资本集团公认的继承人，没有谁认为乔恩·洛夫莱斯会继承他父亲的职位，他自己也没有这个想法。尽管JBL和JL相互尊重，但是他们之间的关系更倾向于工作上的，而不是父子之间的感情。而且，JBL对莫顿的父亲、资本集团的一位早期投资人也有颇深的感情。最重要的是，JBL在做任何决定时都是非常理性的，尤其是关于人事和公司的决定，所以对裙带关系可能引发的任何想法都非常小心。

“在20世纪50年代整整10年里，我们都曾认为科尔曼会接替JBL的职位，”乔恩·洛夫莱斯回忆说，“但是一份商业杂志上的一篇文章似乎成为转折点。”这篇文章还附有一张莫顿和富勒顿的照片，并说这个年轻的团队将很快执掌资本集团，而且“要比老保守派们搞得更好”。这篇文章的语气毫无疑问让希姆普、霍尔和乔纳森·贝尔·洛夫莱斯以及另外几位看过这篇文章的公司领导者大为恼火。

接着，在20世纪50年代末又发生了两件事。第一个是，希姆普开始反对由莫顿接管工作。作为JBL管理上的得力助手（也作为公司严厉的有日耳曼式良心的守护神），希姆普对JBL和公司有着强烈的保护心理。至少在如下方面莫顿将自己排除在被考虑之列外：莫顿怀疑位于洛杉矶边远地区的一家小投资公司会有多大作为，所以不止一次地建议将其卖掉。显然，这令JBL很不高兴。也许在评估资本集团的发展前景方面，莫顿非常客观，但是他这么理性确实有些不合情理。与此同时，有些共同基金的领导者很想让JL做JBL的接班人，尽管乔恩·洛夫莱斯本人对当首席执行官并不感兴趣，而且也不认为自己有做这个工作的资格。

具有讽刺意味的是，突然出现的一次健康问题对乔恩·洛夫莱斯的思想产生了很大的影响。[注]1961年2月，待在惠蒂尔家中的乔恩突然感到腹部一阵剧痛，他被紧急送往本地医院之后却被误诊为患了憩室炎而不是阑尾炎。他高烧40摄氏度，几乎丧命。足足有6个星期的时间，洛夫莱斯都待在家里接受医生的护理。医生们最后决定：“现在唯一要紧的就是给他开刀看看里面到底出了什么毛病。”终于发现他的阑尾破

裂，而且情况特殊——在盲肠的后面，因此很难发现。经过一个月治疗，他感觉好多了，与死神擦肩而过。

1961年下半年，洛夫莱斯第一次公务出差到欧洲，随行的有肯·马西森–格尔斯特（Ken Mathysen-Gerst）。他们访问了丹麦、荷兰、法国和德国（在柏林，在柏林墙刚刚修建起来不久，并在肯尼迪总统来访一周之后，他们会见的各公司的官员对美国人能来到他们的城市感到高兴）。两个星期之后从欧洲返回，他因阑尾炎第一次发作后出现脓肿再次入院。这是他第二次与死神的零距离接触。在洛夫莱斯养病期间，美国投资公司的几位领导者都来看望他，目的至少也是来告诉他未来的工作和职责他们都会替他着想。JBL尽管已经66岁了，但是毕竟还没有宣布任何卸任计划。有些领导人受到了来自莫顿的压力，因为莫顿一定在考虑着自己的未来。莫顿给他们的压力就是让他们促使JBL制订计划让他接手公司的领导工作。1963年11月，乔恩·洛夫莱斯从欧洲返回之后十分疲劳，又患上了严重的肺炎。他和死神第三次短暂接触之后躺在床上静静地养病，终于意识到了一个道理："我大难不死还有什么可怕的呢！干吧！"[注]他终于接受了资本集团的总裁任务。

乔恩·洛夫莱斯做出决定之后不久，JBL就宣布选择他的儿子接手他的工作，并任命他为执行副总裁，但是没有说具体什么时候让他担任总裁。耐人寻味的是，尤其是对像资本集团当时这么小的公司来说，这么重大的决定宣布了之后，公司并没有失去莫顿。[注]

1972年，洛夫莱斯提出了休假制，而且自己很快先休了一次假（他在休假期间酝酿了"新前景基金"）。大约在同时，洛夫莱斯和妻子搬到圣巴巴拉住了4个月。资本集团里有些人将这两件事实联系起来，猜想他可能在考虑退休。在这期间，莫顿曾试图掌权（迄今为止，只有两位合伙人休过假）。

大约在这个时候，乔恩·洛夫莱斯对资本集团的长期发展做出了一

个重大的贡献。他阻止了一场关于资本集团主要战略目标有可能造成分裂的内部辩论。围绕着资本集团的主要战略目标形成了两大阵营：一方强调为投资者服务，另一方强调给公司所有者回报。1963年，在担任总裁一职之前，乔恩·洛夫莱斯约见了莫顿、霍尔、希姆普和JBL，以期在公司整体目标上达成一致意见。然后将小组讨论的结果具体化在备忘录上（参见附录一），乔恩·洛夫莱斯提出了大家一致同意的核心建议：资本集团管理工作的三大目标中不能只抓一个或者两个。这三个合理的目标必须同时均衡地抓好，要尽最大的努力去抓，而且要长期地抓下去：

1. 投资者
2. 员工
3. 所有者

作为最大的股东[注]，乔恩·洛夫莱斯明确地承诺将平等对待这三大目标作为奋斗方向，被资本集团里的许多员工认为意义非常重大且非同寻常，当时是这样，现在也是。[注]在乔恩·洛夫莱斯独树一帜地宣布了要同时均衡地抓好这三大目标之后的几十年里，他好几次展现了自己对这个承诺坚定的决心，他所做的好几个重大决策都是为了保证这三大目标的均衡发展。

资本集团新确立的三大目标十分重要，而与此同时展开的投资组织结构方面的要素同样重要。尽管个人对投资决策和长期投资结果负责已经成为确定的事实，但是资本集团也在大力提倡大家共同分享投资信息和投资想法。资本集团里一些有独立见解的职业投资管理人并不十分乐意接受将个人负责制和共同发展及信息共享牵强地联在一起的做法。然而，这种做法最终还是被全体人员接受了，并且成为乔恩·洛夫莱斯进行公司改革创新的主要内容：证券投资组合管理的多元顾问制度。

1. 富勒顿的妻子哈丽雅特是一位绝世美人。富勒顿在斯坦福上学时，哈丽雅特和约翰·F·肯尼迪曾经来往密切，他们的关系发展得很快，罗斯·肯尼迪不得不出面干预，最后决定到加利福尼亚阻止事态的进一步发展。对于不信仰天主教的哈丽雅特和生性冷淡的罗斯来说，这次会面极不愉快，这对年轻恋人很快就分道扬镳。尽管如此，哈丽雅特在一个书架上仍摆放着一张她在帕萨迪纳火车站为杰克送行的照片。即使许多年之后，照片上的两个人人们仍然一看便知。到富勒顿家做客的人一眼就认出了肯尼迪。为富勒顿家装修的油漆工干了几天活儿之后忍不住询问关于这幅照片的内容："请问，富勒顿夫人，那幅照片是在……呃……格伦代尔火车站吗？"哈丽雅特简单的回答让这个故事后来讲起来更加耐人寻味了："是的，你们的眼力不错。"

2. 富勒顿加入资本集团时，资本集团本只有32名员工，投资委员会也只有JBL、科尔曼·莫顿、哈迪·霍尔和查克·希姆普。

3. 第一次到这些商学院招聘的是乔恩·洛夫莱斯。他先来到了斯坦福商学院，在那里只看到了两个人申请面试。幸运的是，其中一个就是特德·欣肖（Ted Hinshaw）。欣肖在许多岗位上工作过，是资本集团非常欣赏的"放在哪里都管用的人"。他最初受聘的职位是JBL的助理，后来则成为运输业的分析员（部分原因是他曾经当过卡车司机），在20世纪60年代初，他又成为航空业的明星分析员。在资本集团组建期间，他任计划部主任，然后又管理财产转让部门。1976年，出于对航海的热爱，他参加了奥运会，然后就退休了。

4. 沃顿商学院当时有学士和硕士学位两个项目。

5. 第76野战炮兵营。富勒顿于1942年4月7日入伍时，这个炮兵营仍然使用着法国1897年制造的马拉式75毫米大炮。

6. 1969年，埃格尔斯顿成为资本集团的总裁。在之后的23年里，他在这个控股公司里一直出任最高职务，或是总裁，或是董事长。

7. 因为证券交易委员会反对使用原来提议的名字（美国资本增长基金）而选用了这个名字。

8. 在弗雷德·卡尔的领导下，由于突出的表现、销售额暴增，企业基金的资产增长迅速，但是许多表现都是内部产生的，因为这个基金公司购买的越来越多的股份都是来自该公司已经拥有的小型公司。当认股权证的市场价值暴跌时，这家基金公司遭受了大量赎回的损失，而且公司的表现也令投资者极为不满。投资者管理公司现在已经破产，但是在其巅峰时期，它所管理和经营的资产比资本集团还多。在公司存在期间，这个表面上表现极佳的基金公司实际远远跌到了市场平均价值以下。大多数投资者赔了钱。因为当他们投资时，卓越的表现似乎证明是靠得住的。而事情就是这样，表面现象往往都是骗人的。

9. 该书的编辑是在巴伦出版公司工作的露西尔·汤普森。资本集团的阿尔·德拉斯多曾为该出版公司写过一篇文章，将美国投资公司的资本重组与所有主要的共同基金公司的表

现记录均做了比较。汤普森很欣赏德拉斯多的主意并将其用于撰写《威森伯格投资公司报告》的基础。

10. 其他成员还有哈罗德·坦纳（后来是萨洛蒙兄弟公司投资银行部的负责人之一，再后来成立了自己的公司）、投资者管理公司的道格·弗莱彻和鲍勃·瑟科夫（瑟科夫在其任投资总管的斯卡德–史蒂文思–克拉克公司开发了韩国基金）。比尔·赫特注意到资本集团在洛杉矶排在投资者管理公司的后面位居第二是多么尴尬，说："当时我很不敏感，但是对乔恩来说，和道格·弗莱彻在一起吃午餐，那情形肯定非常尴尬。"

11. 几年之后，他的良师益友乔治·比约尔曼也离开了泛美公司，自己开办了乔治·比约尔曼合伙人公司。

12. 1960年资本集团年利润首次突破100万美元。

13. 由于健康问题，资本集团被迫进行过不止一次的重大决策，这只是其中一次。

14. 与死神擦肩而过的经历很可能使洛夫莱斯在公司的管理和发展问题上养成了存在主义的工作方法。他认为办任何事情都要"只争朝夕"，但是对长期的持续性发展有着无限的耐心。这一点在后几章里他表现得淋漓尽致。

15. 8年之后，1971年，莫顿离开资本集团到西方信托公司并在风险资本方面投资。资本集团的高层领导者一直都非常喜欢和尊敬莫顿。许多年来，莫顿一直在美国投资公司的顾问委员会任职，直到退休。

16. 1967年，JBL仍然是大股东，JL拥有39%的B股，而在当时，只有B股才有投票权（JL的A股和B股加在一起达到了25%）。今天，A股和B股都有投票权（见第十三章）。

17. 因为资本集团的所有者是公司的员工，而员工在美国基金里所投入的个人资金超过了10亿美元（主要是通过公司给员工的退休计划），所以这三大利益群体重叠在一起，就像一幅三维的维恩图一样。

第五章
共同基金的发售

给读者的提示

共同基金公司几乎都是以销售或投资为中心，而大多数又都是以销售为中心（如大多数机构投资组织一样）。

“买方小心”或者“买主自当小心”是一个公司总部的决策者与终端客户没有直接联系的行业里人人都挂在嘴边的箴言。之所以这么说，还因为在这个行业里，投资者的平均拥有时间只能维持几年；投资者蜂拥购买短线股票，而一旦遇到短期困难，大家都一哄而散；在这里竞争如此激烈、利润完全靠当前的销售驱动，所以这里最流行的话语就是“如果我们不去做，别人就会做”“趁我们现在还能做，我们赶紧做吧”“反正大家都这么做”。

资本集团却与之不同——截然不同。它既不以销售为中心，也不以投资为中心。尽管资本集团的优先任务很明确是投资，但是公司的共同基金销售组织美国基金发售人公司做得也十分强大。

50多年前，美国基金发售人公司还是一个刚起步的小公司和半独立的共同基金销售公司，大约30年前，在共同基金行业最低谷时期采取了一次营救式的买进。[注]经过多年的发展，美国基金发售人公司的一体化给资本集团提供了一种稳健而又协调的投资和销售组合，这一点在共同基金行业很可能是独一无二的。

与大部分共同基金管理公司截然不同的是，资本集团和投资者的关系具有公开的家长式作风。资本集团认为，公司所做出的决策必须符合公司当前和未来的投资者的长期利益。资本集团认为在某

个特定时期非常走俏的基金肯定不会永远被大家看好（原因是投资者很难认识到不随波逐流往往是对的，这一点也是可以理解的），所以资本集团经常避免市场上那些一直做得非常好的部门，而重点强调那些价格被压低的部门。逆流而上正是资本集团那些有经验的投资人喜欢的投资方向，因为从长远来看这么做的回报可能非常丰厚。但是当“大众”坚信自己的选择且颇具影响力时，个人投资者很难独立地思考和采取行动，这一点是可以理解的。

资本集团自觉地从事着其他公司可能认为天真或者不现实的事业：资本集团关注长期价值判断，对短期价格和潮流一直持怀疑态度。举个例子，在20世纪70年代初，资本集团决定不步那些引入金融市场基金的投资基金公司的后尘，因为它担心，在股票市场低迷的时候，投资者可能会受到诱惑抛出自己的普通股基金而换成“现金”，这种行为会严重损害投资者的长期利益。同样，尽管是新兴市场投资业的领军公司，资本集团却不愿意在经纪人和投资者利润高涨时引进专门经营新兴市场的零售共同基金项目。公司的领导人认为（后来也证明完全正确），个人投资者不能充分理解新兴市场投资业内在的价格波动问题，因而会轻易地（在股价下跌之后）以低价格卖掉他们在公众兴趣高涨时以高价买进的股票。

大多数共同基金组织都全力以赴向个人投资者出售股票，吹嘘最近的投资表现，为他们的明星投资人提高知名度，并且不惜重金做广告。他们公开宣称自己是“资产积累者”并且集中全力“销售所有能够销售的东西”。资本集团则与之不同，在引进新的投资基金方面非常慎重，这只是资本集团被深入了解的、具有建设意义的保守做法的一部分。在销售方法的创新上，资本集团同样很保守，比如12（b）－1宣传费用和401（k）固定缴款员工福利计划。

因为在制定战略决策方面非常保守且往往十分谨慎，在执行上持之以恒和一直坚决，所以资本集团在开发十分强大的共同基金的发售方面具有多方面的优势。经纪人、交易人和投资者都知道资本集团在所有的商务决策中都把健康的投资远远摆在销售或者营销的前面。

大部分共同基金公司都将主要精力放在向个体消费者做广告和销售上，而美国基金发售人公司则把主要精力放在那些销售共同基金的经纪人交易公司身上，努力影响他们的思想和行动以期使个人投资者获得长期的最佳效果。资本集团认为，如果经纪人交易公司得到了良好的服务并且有正确的动机，他们就能够且愿意为个人投资者提供可靠的指导，使其在股市混乱时仍能着眼于长期投资并取得真正成功的投资结果。

与代表美国基金发售人公司的批发商们打交道的经纪人当然都是些“经济动物”，所以批发商的挑战就是找到合适的经纪人，并向他们展示如何通过“走捷径”帮助投资者投好资以长期获得高收入。尤其要关注的是，要保证券商得到一流的服务，并且为他们提供大量可供选择的投资产品来满足他们的需求。

要想提高券商和投资者的信心，需要多年的耐心和不懈的努力，而资本集团多年来一直致力于发展一个优秀的公司和专业投资队伍的重要组成部分——诚信。

大多数共同基金组织都全力通过广告建立知名度和消费品牌意识。具有讽刺意味的是，资本集团尽管为2 000多万个个人投资者服务，但是从未开发过强大的消费品牌或者特许权。相反，资本集团回避公众且不做广告。该公司的家族式共同基金组织甚至还有个完全不同的名字——美国基金。

就像《伊索寓言》龟兔赛跑的现代版本一样，资本集团预计，在牛市期间共同基金销售的市场份额会下降，但是熊市期间更高的保留金和更高市场份额的新业务可以弥补牛市期间的份额下降。[注]

在资本集团最有兴趣与之工作的证券商中，美国基金发售人公司被认为在为投资者服务和共同基金销售等方面都是最好的公司之一（通常来看是最好的）。经过多年的建设、培育自己的销售体系和为投资者服务，美国基金公司显然正在获得市场份额，而且是在一个更高的基础上获得的。

美国基金发售人公司最初[注]十分谨慎地起用了沃德·毕晓普——一位在伊利诺伊大学获得博士学位的年轻学生。[注]毕晓普最早在资本集团当分析员，尽管他的学术背景非常适合搞研究，但是他对销售更感兴趣，并且以他惯有的直截了当的方式对JBL说：“如果你没有钱经营，你怎么能当基金经理呢！”

毕晓普最初接触到共同基金公司的概念是在20世纪20年代，当时他在底特律的E·E·麦克龙公司乔纳森·贝尔·洛夫莱斯的手下当证券分析员。接着在20世纪30年代，毕晓普在利哈伊大学担任教师和经济学家，并对共同基金公司这一整套思想愈加着迷。他以日益高涨的热情谈论和写作关于共同基金公司的内容。第二次世界大战爆发后，他从前的两个学生劝说毕晓普和他们一起买下一个螺旋机工厂，并希望该工厂能因战争产生的巨大需求而赢得巨额利润。毕晓普十分讨厌这家企业。在他另谋出路时，利哈伊大学的学术主任向洛夫莱斯推荐了毕晓普，而洛夫莱斯也记得毕晓普是一个勤奋的学生，很快就聘用他到资本集团工作。毕晓普离开了长岛的加登城，来到遥远的洛杉矶和洛夫莱斯不知名的小公司，甚至还不知道他能得到多少薪水，但是他用惯有的坦率语调说：“我什么也不在乎。”

1947年，在美国投资公司从封闭式转向开放式基金不到10年的时间[注]，毕晓普开始在财务部门工作，却抱怨资本集团毫无生气的销售。他说：“乔恩，这里根本没有什么进展，让我来帮一把！”洛夫莱斯就请他来看看能够为美国投资公司促进共同基金的销售和发行做些什么。他建议毕晓普负责批发部（批发部一般有25~75个销售人员，这些销售人员去找股票经纪人，通过服务和游说的方法劝服他们优先考虑他们所代表的某“家”或者某个集团的共同基金）。毕晓普欣然接受了这个工作：“这工作正适合我！我不干分析员的工作了，我的费用我自己出，让我女儿来给我记账！”

毕晓普与洛夫莱斯的性格和举止有着天壤之别，但是他们合作得非

常融洽。毕晓普仗义执言，洛夫莱斯则温文尔雅。洛夫莱斯镇定且坚持己见，毕晓普则能“用语言把你炮轰一阵，然后再用甜美的微笑和温暖的话语让你神魂颠倒”，格雷厄姆·霍洛韦这样说。毕晓普因向JBL提过一个特殊的请求而对资本集团的长期发展和壮大起过非同寻常和决定性的作用：“我现在必须销售的就是洛夫莱斯这个名字，所以请把您的儿子送到这里来工作！”他请求的时机恰到好处：小洛夫莱斯碰巧正在考虑换一份工作（见第二章）。

毕晓普身高只有1米73，但是体格健壮，做销售工作极具天赋和人格魅力、工作兢兢业业。他可以算白手起家，因为最初将资本集团的股票向股票经纪人推销的批发商只有他一个，而且他所代表的共同基金公司也只有一家——美国投资公司。

毕晓普还不得不克服一个有趣的营销障碍。尽管JBL反对（见第一章），但是爱德华·麦克龙的公司还是把永续认股权证的待遇给了美国投资公司最早的投资者们。对毕晓普来说，这些认股权证构成了销售的主要问题，因为竞争对手会暗地里问股票经纪人：“现在还在启用那些权证，你真的要把每股净资产价值稀释风险那么大的共同基金卖给你的客户吗？”（为了避开这个麻烦，JBL后来以个人名义买下了市场上出售的认股权证，然后退休。）许多年后，由于美国投资公司规模扩大，关于净资产价值具有潜在稀释风险的问题越来越小，后来也就不称其为问题了。

毕晓普豪情万丈地给他的小公司取名为美国基金发售人公司[注]，这一方面是出于爱国主义，另一方面是出于胆大敢为。他开始着手打造一家销售公司，并说：“我会把共同基金的买卖做得很好，这样资本集团就有足够的投资管理费用，也就能够付给我应得的薪水了！”[注]毕晓普的雄心是将美国投资公司的全部资产提高到5 000万美元（今天，美国投资公司的资产比那时提高了1 000倍，几乎达到了500亿美元，而资本集团的总资产大大超过了6 000亿美元）。

毕晓普每次公务出差都需要三四个星期的时间，他聘用且培训了一批杰出的共同基金发售人，让他们来做传教士般的宣传销售工作，即说服股票经纪人尽可能多地销售美国基金集团的股份。（现在代表美国基金的80多位批发商一般从星期一一大早一直到星期五晚上都在外面跑，而且每个星期都是这样。他们为自己的工作而自豪，被认为是这个行业中的佼佼者，同时也是资本集团中杰出的业务骨干之一。）

共同基金销售的“比利·格雷厄姆”、许多年来美国基金的主要批发商格雷厄姆·霍洛韦解释了他职业生涯发展中的奇遇：“我在美国基金搞股份批发的朋友克劳德·托马斯将我推荐给了沃德·毕晓普并劝我也给美国基金当批发商。我已经在共同基金公司工作了，但是我非常不愿意离开我们两个人在亚特兰大经营的那家小公司——北美投资者公司（当公司原来的所有者欠我们的销售佣金越来越多最后超过了整个公司的价值时，他们就把钥匙交给了我们，让我们接管了这家拥有这么大名字的小公司）。当我拒绝朋友让我离开亚特兰大并加入美国基金的建议时，他急着对我说：‘先别匆忙做决定。你先和沃德·毕晓普见个面，至少和他聊聊。’”

霍洛韦从小在南方长大，家境贫寒，长大后成了一名富有吸引力和想象力的演说家，演说时很有戏剧效果（他父亲曾经营电影院。霍洛韦说20世纪40年代他在看电影时学会了戏剧）。霍洛韦尤其擅长做批发商和股票经纪人所做的日进、日出的辛苦工作。他的销售技巧和他真诚想要帮助股票经纪人取得更好销售业绩的善良心理有效地结合在了一起。

毕晓普邀请霍洛韦来到华盛顿特区，因为他在那里业务繁多而且也经常去。他们共进午餐。毕晓普酒量惊人，喝起杜松子烈酒来就像马饮水一样，喝完一巡之后又要第二巡。“我不习惯于那么喝酒，”霍洛韦回忆说，“因此我很快就感到有了几分醉意。但是那个下午我们一直谈得很投机，因为我们两个人都很喜欢甚至热爱共同基金事业。我不时地说：‘沃德，我现在的工作很不错。我真的不想在外面闯荡了。’沃德就

说：‘不行，现在你就得干这份工作！’然后不停地劝我。”

接近傍晚时分，霍洛韦直截了当地拒绝了毕晓普。

一周之后，毕晓普打电话给霍洛韦，开门见山地说：“别再拖延了！我不想和你再谈了。这个工作你必须来干！”霍洛韦再次拒绝了他，但是毕晓普仍不放弃。很快，霍洛韦就成了美国基金公司的批发商，负责的地区从密西西比河一直延伸到落基山脉。

资本集团的工作重点是为投资者的长期利益服务，毕晓普则把他在美国基金发售人公司的目标锁定在了股票经纪人的身上，因为这些经纪人能够将资本集团的基金卖给投资者。德雷福德[注]向客户大打广告战，将德雷福德基金公司勇猛咆哮的雄狮形象从纽约地铁下面一直贴到了地面，而毕晓普则甘愿让美国基金公司汲汲无名。他将精力直接投入帮助股票经纪人如何把销售工作做得更加高效和成功，尤其是在续卖工作上。满足股票经纪人每天的需要就是美国基金发售人公司重中之重的优先任务，过去和现在都是这样。

毕晓普的目标就是推广共同基金的整体理念，尤其是这些基金对投资者和股票经纪人的种种好处。他被公认为了不起的共同基金推销员，尤其是美国基金公司了不起的推销员。当他造访某个股票经纪人公司时，他一次又一次地给一小群经纪人讲述美国基金公司的故事，接着就会说“给我几个你们非常想发掘的人的名字和电话号码”，然后就会高兴地拨电话，给他们当场展示如何在真正的销售工作中利用美国基金公司的故事。

毕晓普讲话和做事都表现出了鲜明的个性。他从来不喜欢对一大群股票经纪人讲话，也没有耐心使用大多数共同基金批发商所采用的“从一张桌子跑到另一张桌子”的方法——向单个的股票经纪人推销、一对一地短期造访。“繁忙的股票经纪人能够停下手里的工作只出于一个原因——他们着了迷。给我们的挑战就是开一次所有的股票经纪人都想参

加、办公室经理让手下的人都参加的会议。对任何人来说时间都是金钱，所以关键问题就是自己组织好、方法要有趣且有实用价值，这样才能帮助经纪人取得成绩。”

毕晓普是一位企业家，他也要求他的每一位批发商作为企业家在自己的营销领域里做好：“他们赚得越多越好！”(注)尽管如此，毕晓普却从没有丢掉他在“大萧条”时期养成的成本节约意识。（在最初的几年里，当毕晓普当选进入了芝加哥及北岸铁路公司的董事会时，这种节约意识的确有所帮助：他到芝加哥开董事会，铁路公司给他出车费，之后他就在那一地区销售共同基金。）毕晓普手下的批发商们的所有费用都自己出：如果哪个批发商认为请150位股票经纪人共进晚餐有好处，那没问题，但是那顿饭钱得他自己出。毕晓普的政策十分明确：“没有间接费用，也没有别的业务！”(注)

毕晓普也知道批发商之间关系融洽的重要性，因为这样他们就会在顺利时互相帮助、互相提供好主意并给予鼓励，在困难时相互给予情感上的支持。“资本集团很注重员工家人的情感，总是在努力让他们感到幸福，”霍洛韦说，“他们鼓励我们偕妻子参加聚会并相互支持，还帮助我们解决我们经常外出遇到的种种问题。我们原来最早的那批批发商相互之间的关系十分密切，现在仍然是这样！”(注)

毕晓普总是想方设法获得足够的时间，深入细致地销售美国基金，以便获得至关重要的竞争优势。毕晓普生性善饮健谈，很喜欢带领一小伙志趣相投的股票经纪人出去喝酒，然后吃晚餐，晚餐后再回到旅馆里继续喝酒，这样他就可以真正了解他们每个人，同时还向他们推广宣传了美国基金公司和共同基金的概念。

这是毕晓普寻找经纪人之间重要的人际纽带，并将批发商和股票经纪人紧密地联系在一起。他尤其想了解股票经纪人的嗜好，让他的批发商得到任何推销员都希望获得的销售机会，那就是在良好的氛围中，批

发商有更多的时间让客户全神贯注地听他讲话，从而培养对他的产品或者服务的真正兴趣。住在华盛顿特区的伯尼·尼斯（Bernie Nees）很喜欢钓鱼。毕晓普就会对某个股票经纪人说："如果你想钓鱼，并且有时间去华盛顿，那么能帮助你钓到大西洋中部地区最好的鱼的人就是你的朋友伯尼·尼斯。"或者用另一种方式，说："如果你有时间去华盛顿，伯尼就会很高兴地带你和孩子们到我们国家首都的各处名胜古迹参观游玩，那种感觉在旅游团里是根本找不到的。所以，如果你想来点儿与众不同的感觉并且真正看点儿有趣的东西，你就去和伯尼联系，他会无微不至地照顾你。"

在毕晓普的支持下，格雷厄姆·霍洛韦组织了一系列的两日"全沉浸"项目，在这些项目中，股票经纪人能够了解共同基金公司的全部优势、能学会更好地推销共同基金的概念，并且能明白为什么他们最好的选择就是资本集团管理的美国基金公司。霍洛韦认为，和资本集团的投资专家在洛杉矶的会议上足足待上两天，根据投资专家认为既有效又方便的模式，然后再与美国基金发售人公司的经理和员工们会面的任何股票经纪人，都会很自然地向他的客户销售由资本集团管理的基金。就连那些还没准备销售资本集团基金的经纪人也被邀请去洛杉矶，并在那里了解共同基金的销售情况和资本集团的投资能力、公司对投资者的服务和对经纪人的服务等情况。他认为，这些经纪人最终会心悦诚服，也肯定会为销售美国基金的工作做出努力。

毕晓普对于和小型经纪人公司进行业务往来比和大型零售公司的往来更感兴趣。他明白一家小型共同基金公司（资本集团在20世纪40年代毫无疑问是家小型公司）不可能指望被大型零售公司看中，因为所有大型基金集团都抢着和大型公司进行业务往来。毕晓普只想与那些对美国基金公司有着明显重要性的经纪人公司发展关系，而且还要与这些公司中的每个经纪人发展关系。比如，与爱德华·D·琼斯有限公司[注]这样的经纪人公司建立业务关系对毕晓普来说十分具有吸引力，因为这会被所有批发商视为为非常有挑战性的事情。"对我们的竞争对手来说困难的

事情，对我们会更有好处！”

爱德华·琼斯公司的战略是在全国的小型社区拥有一大批非常小的办事处，其中的许多办事处都只有一个经纪人。而这正是困难所在：作为公司的政策，爱德华·琼斯公司坚持，想和他们公司进行业务往来的任何共同基金公司必须与这些办事处有业务往来。“一个都不能少！”毕晓普意识到，这个对所有共同基金公司都极具挑战性的要求意味着这样一种可能：美国基金公司如果能够按照爱德华·琼斯公司的规则做，就可能为自己创建一种极具优势的地位。只要别的共同基金公司回避做出必要的承诺，美国基金发售人公司就会成为琼斯公司每个办事处里最重要的共同基金销售者。毕晓普和美国基金发售人公司做出了必要的承诺，其他共同基金公司却没有做到。由于毕晓普多年来展示给他人的都是他的诚恳和履行承诺的决心，所以他的战略效果越来越好。这还是一种双赢的局面：资本集团的美国基金是爱德华·琼斯公司最重要的共同基金，而爱德华·琼斯一直是美国基金公司最大的销售交易公司之一。注

最初，公司的创建人爱德华·D·琼斯只对个股交易感兴趣。对于共同基金公司，他其实并不在意，所以他的公司只代理了忠诚基金。但是他的儿子特迪·琼斯（Teddy Jones）认为，如果可以和有别于交易员的“投资型存款人”合作，就可以在共同基金行业做好生意。于是他非常看重共同基金。

“20世纪60年代末，我曾给特迪·琼斯打过一次电话，”霍洛韦回忆说，“他了解而且喜欢农民，还喜爱小城镇，因为那里的人们有时间串门，还愿意听他讲话。因此特迪不听我的劝告：‘我不想让你把那些大城市的思想灌输给我们小城镇的经纪人！’对此，我的简单回答就是：‘如果我能够帮助他们推广他们的小城镇思想，而这些思想对他们和他们的客户来说都有好处，你怎么办？’嚯，这下子把他的胃口吊起来了。”

特迪·琼斯对霍洛韦说他应该过来吃午餐。当他来到琼斯的办公室满以为琼斯会请他到小城里最好的饭馆吃饭时，琼斯却说“我买好了午餐”，并指了指手里的纸袋。他们来到密西西比河畔的一条长凳前坐下，吃起热狗喝起可乐来。“特迪说：‘快给我讲讲资本集团的故事。’我就讲给他听了。然后他探询地问：‘你讲这个故事时能不能不强迫我们的经纪人做生意？’”

这对霍洛韦来说十分容易，因为美国基金公司要寻找的经纪人就是那些愿意和他们长期待在一起，并且愿意鼓励他们的客户长期和美国基金公司待在一起的人。“我告诉特迪，我就想给经纪人们展示一下如何有效地销售共同基金。”

“你愿意走一趟吗？”琼斯问。

“愿意！”霍洛韦十分痛快地回答。

“那好，你先去堪萨斯试试，然后我们再看。”

“开始的情形就是那样。和特迪·琼斯在一起，我一定吃了100多个热狗！”

霍洛韦还记得自己将车子停在堪萨斯大草原上并让妻子和朋友们下车去看看风景的情形。当他们都站在车旁、觉得那里除了一望无际的平坦土地之外并没有什么看头时，霍洛韦却双臂一挥、自豪地宣布：“喂，你们都听我说，这是我的地盘了！”大家哄堂大笑，蜂拥般钻回车里。对霍洛韦来说，这块看上去十分贫瘠的土地即将证明其连城的价值，因为没有人愿意去那里！

与爱德华·琼斯公司做生意的一个重要优势就是他们客户的赎回率非常低。在一个年平均赎回率超过20%的行业里，爱德华·琼斯公司客户的赎回率却从来没有超过6%。考虑到购买共同基金的客户主要都在

57~60岁这个年龄段，而这些人的死亡率在4%以上，以爱德华·琼斯公司的低赎回率确实了不起。而且，爱德华·琼斯公司的许多投资者从来不赎回，他们干脆把自己共同基金的股份传给自己的孩子。投资者们具有如此坚定的信念，因此对美国基金公司来说，爱德华·琼斯公司就像一个聚宝盆。

与爱德华·琼斯公司遥相呼应的是美林公司。注原来一直在全力以赴销售单个股票的美林公司于1966年决定积极销售共同基金。美林公司的共同基金销售部经理每个月都和美国基金发售人公司通电话，而且问的都是同一个问题："我们是不是你们的第一号销售公司？"来自电话另一端的回答先是耐心地解释了其他公司的经验如何丰富、销售势头如何好，然后就是这句话："不是，现在还不是！"一连好几个月都是这个回答。但是刚好7个月之后，回答就变了，"对了！就是这个月！美林公司是第一号！"自从那之后，美林公司就一直是美国基金的重要交易商。

毕晓普最初结识他在美国基金发售人公司的继任者比尔·巴格纳德（Bill Bagnard）时，后者还在读大学，"我在南加州大学读书，而且正和我的未婚妻处在热恋中。她在加州大学洛杉矶分校读书。作为一名学生，我的特殊项目就是为我任主席的阿尔法实验室建设一个新的联谊会场所筹措资金。我们想出了向校友们销售建设债券的主意，而且还真有好几种债券可以出售。一天晚上我给我女朋友打电话，也是一个十分偶然的机会，赶巧她父亲沃德·毕晓普在家。这是个机会！很快，我就开始向沃德推销我们的兄弟会债券。"效果正好相反，毕晓普却给巴格纳德指了一条工作生涯的新路：销售共同基金，至少要在业余时间来做。注

后来，当巴格纳德担任哈里斯·厄珀姆公司驻洛杉矶分公司的总经理时，毕晓普聘用他来美国基金发售人公司工作。为了说服巴格纳德，毕晓普寻求JBL的帮助，JBL立即请巴格纳德吃午餐。问了一系列探讨性的问题之后，JBL很快让巴格纳德做抉择：从管理零售股票经纪人公

司的高压锅式的工作转移到资本集团和美国基金公司相对平静的世界。巴格纳德笑着说："我以为我的寿命要长许多呢。毕晓普是个真正伟大的推销员，但是他根本不是商人。因此我们两个人搭档很不错。"巴格纳德帮助设计了总部运营计划，并且帮助促进了与那些销售美国基金的主要经纪人公司高层人士的密切关系。

毕晓普让他的批发商们每人都有培养个人风格的自由。"我开的是凯迪拉克，"格雷厄姆·霍洛韦回忆说，"这样我就可以吸引股票经纪人的注意。他们真的注意了。经过一个星期的销售工作之后，我就把我的凯迪拉克[注]停在一个车库里，飞回达拉斯度周末，然后再飞回我的领地，开着车一个城镇接着一个城镇地跑。我工作的地域面积太大了，所以我必须把工作时间表安排得仔仔细细，而且必须严格按照这个时间表工作，这样我才能最充分地利用自己的时间。"

经纪人的要求可能都很苛刻。他们会明确表示自己想要得到什么样额外的服务和额外的好处。但是霍洛韦的安排总是那么严密，每天时间表里的每个小时都安排得满满的，因此，当某个经纪人让他改变那个预定的时间表时，霍洛韦就会让这位经纪人看他的时间安排得多么紧张，并且彬彬有礼地解释要改变他的计划是不可能的。经纪人们对霍洛韦和他的自律性越来越尊敬，因为他总是按"计划"办事。

股票经纪人很想参加霍洛韦的会议。开会前他先讲一些听起来很温馨的有趣笑话，营造和谐轻松的氛围。然后，当他的听众注意力很集中时，他就开始讲述美国基金公司的故事。[注]在20世纪70年代初期，当共同基金的销售处于低谷、股票经纪人对共同基金丧失了信心时，霍洛韦发表了一次颇受欢迎的演讲，演讲的标题让共同基金的拥护者大跌眼镜："共同基金为什么这么不好！"这篇演讲的标题很讨巧，为的是吸引大众的注意，从内容上看，却是对共同基金行业的有力支持。演讲呼吁股票经纪人不畏风险、赶紧大张旗鼓地销售共同基金。尽管此时的形势看上去凶险异常，但是这一定会证明是个难得的机会。

“人人都需要一个故事，”霍洛韦说，“一个他们听起来有道理的故事，一个和他们有关系且能够记住的故事。让人记住的最好方式就是讲故事，这也许是唯一的方式。因此我总是讲故事。大家都喜欢笑。当他们觉得演讲有趣时就会更加注意去听，而且记住得更多。经纪人想学到有用的东西来帮助他们更好地销售基金，因此我每次都保证他们都能够学到销售基金的新方法。”经纪人往往都要驱车60~90公里来参加霍洛韦的会议，因为他的会议用处非常大。他们也知道，开完会之后（会议总是从6点开到7点半），霍洛韦就会从他的白色凯迪拉克轿车后备厢里取出一箱威士忌酒。大家喝完酒之后，经纪人们就各自回家，而霍洛韦也开车到他的下一个目的地城镇。

有些股票经纪人总是希望自己能够成为管理他人钱财的选股高手。对这些人，霍洛韦解释说：“我就不理他们算了。这里没有什么个人恩怨，我们都在排演不同的电影。我想找的经纪人是那些真正想销售共同基金的人，然后再说服他们专门销售美国基金。我会给他们讲述资本集团的故事。之后我就会和他们紧密地工作，年复一年地工作。”

资本集团需要一些长期投资者与美国基金合作，因此资本集团和美国基金发售人公司都要求股票经纪人劝阻赎回行为，尤其是在市场不景气致使个人投资者承受极大的卖出压力时，不鼓励投资者赎回基金份额，因为那个时候通常最不利于赎回。因此美国基金发售人公司寻找那些保守的股票经纪人，并且与他们建立长期的关系，因为这些保守的股票经纪人也愿意寻找保守的长期投资者且与之合作，而不愿意寻找短线交易员。正因为如此，美国基金的赎回率还不到业内平均数的一半。

尽管年赎回率这么低，资本集团每年还是需要支出400亿美元的销售额来作为赎回费用。这笔巨额款项中不到1/3的部分来自投资者红利再投资，其余的2/3（每年250多亿美元）必须来自新的销售或者新的投资者，也就是要创造大规模的对新业务的需求。

资本集团的历史充分表明一个有着非同寻常的耐心、给人以稳定感

的股票经纪人能够起到无比强大的作用，因为这样的股票经纪人能够说服共同基金的投资者在市场低迷时期继续投资。在1968~1974年股价暴跌期间，纽约证券交易所股票的未加权指数下降了78%，这还没有考虑严重通货膨胀的影响。在同一时期，美国证券交易所的平均股票下跌了83%，而且许多投资者遭受的损失比股市平均数所表明的还要惨重。许多在20世纪70年代早期被“热门”基金产品灼伤的投资者永远地离开了股票市场和共同基金行业，他们再也没有返回股市。因此他们错过了此后25年的大牛市。

资本集团知道，要想拥有一批稳定的投资者，其秘诀就是给投资者提供多年来在各种不同的市场环境中都能起良好作用的基金。发展企业的正确途径就是开发产品和产品的销售渠道，这样，合适的客户就一定能够找到所要买的合适的产品，而且他们的满意度[注]会使他们忠实于这种产品从而再次购买。具体来讲，资本集团的意图就是让客户购买且无限期地持有共同基金，然后再让他们以红利和未来积蓄再投资的方式再次购买。

美国基金公司的批发商们最为关注的是投资者的长期收益，而且总是愿意和那些销售人们需要的股票而不是人们认为他们当前想要的股票的股票经纪人合作。在市场上任何时候都应该买的基金通常就是当前不被看好、大多数人都不喜欢的基金，而这种基金看上去最没有吸引力的时候也正是它最有价值、能够获得最大的长期收益的时候。所以，为了有助于投资者，资本集团认为，当投资者做决定时，与其有直接联系的经纪人如果能劝其不要跟随潮流，那么这个经纪人将会得到奖赏，这个工作十分不易。

只有这样，个人投资者才能在动荡不安的股市上、在情感和焦虑都特别强烈的情况下做出正确的选择。当讨论逆潮流和有悖于大众选择的投资项目时，经纪人或交易员必须获得投资者的信任并让其充满信心。最有帮助的经纪人或交易员明白并且总是采用长远的眼光，但这就意味

着他所说的事情常常与大多数人通常的想法背道而驰。他会令人信服地说“股价下跌了，现在该多买进股票”或者“股价上涨了，我们该小心谨慎”。尽管这种忠告很有道理，而且是基于长期的观点，但是如果想让投资者理解且采纳这种忠告，绝不是件容易的事，因为大家都在朝着最明显的那条路走，尽管那条路危机四伏。

投资者和经纪人或交易人已经明白他们能借助资本集团保护自己的长期利益。当投资前景看上去全然不对但对于长期投资富有吸引力时，他们就义无反顾地提供新的资金，这绝对非同寻常。大多数共同基金组织都受销售利益的左右，因此，当类似的资金“表现”良好且销售趋旺时，他们就会开办新的共同基金公司。[注]

资本集团一直小心谨慎地避免“热门”投资想法[注]，这样做给公司为之服务的长期投资者带来了很大的利益，同时又让那些寻找“热门”基金销售的经纪人感到绝望。正因为如此，资本集团在引入新的共同基金时一直都比较缓慢和谨慎，因为他们认识到引入新的共同基金的好时机在真正引入的那一刻来看几乎总是不够好，他们承认：“我们将新的共同基金公司的大船引入了一片深不可测的海域。”结果，当投资者和股票经纪人对股市的展望是乐观的或者有投机心理时，资本集团预期会失去一些市场份额，而当这种展望是悲观甚至负面的时候，资本集团预期市场份额会增加，而且确实增加许多份额。

美国高收入市政债券基金是1994年引入的，当时正值市政债券市场的低谷。随着固定收入的恢复，这项资金后来位居该基金类别的前3%之列。新世界基金是1999年引入的，当时正值新兴市场收益普遍低迷了5年之后，也是在东南亚金融危机[注]极大地降低了投资者对新兴市场的期待之后，而且由于投资者的失望，大多数竞争者的新兴市场共同基金公司正好陷入净赎回率的窘境。

在资本集团，开办（和终止）任何新的共同基金公司都必须经过投

资专家的评判。如果他们不说“从长期的观点来看，现在投资于这个基金对投资者们来说将证明是个好主意”，那么这个基金项目就根本不能开办。

富勒顿在回忆早期他对资本集团成功地关注长期营销（不同于销售）的贡献之一时说：“因为我喜欢玩数字，所以对我来说，美国投资公司在上一个10年期击败了道琼斯和标准普尔股票平均价格指数，这可真是太有意思了。很快，我把各种结果都算了一下，竟然有令人惊讶的了不起的发现：在每个10年期里，美国投资公司都超过了这两个股票平均价格指数。”用连续10年期的投资结果来展示，让投资者亲眼看一看累积的长期投资结果的重要性，富勒顿是这么做的第一个人。“要想提供有意义的信息，一年的衡量期太短了。即使10年也可能太短，但这个方向毕竟是正确的，而且对大多数人来说时间也足够了。很快，我们就做出了足够的运算，知道了当时我们所有的资金在所有的10年期里都超过了股市的指数。”

那项研究完成于20世纪80年代末，确实，在那项研究所覆盖的33年和后来的几年中，情形确实是那样，但是进入20世纪90年代后随着股价的上涨，资本集团“安全第一”的防御战略使得公司所管理的基金显得过于保守，因而没有跟上标准普尔股票平均价格指数。随着新世纪股市的“调整”，资本集团所有的基金又再次遥遥领先。注

资本集团在意的是，过去40年中它的两个最大的基金公司——美国投资公司和华盛顿共同投资者公司是美国仅有的在90%的时间里表现好于标准普尔500的普通股共同基金公司。资本集团知道总会有暂时比1年期、2年期甚至5年期年数字还要好的基金公司，所以它更看重10年期所记录的在更长时期里的持续性。注

“我们的工作就是为投资者创造财富，”霍洛韦说，“而且风险最小、机遇最大。大多数共同基金公司的投资者都超过了50岁，所以10年

对他们来说太重要了。他们不再有30年或者40年时间来为自己的退休生活储蓄。”

“人们储蓄总是有原因的。即使你储蓄的钱太多，那么最烦心的事情也只不过是你要决定把更多的钱留给孩子还是捐给慈善机构。那么你就设定一个生活目标吧。你一生中想要做什么呢？你想取得什么成就呢？尤其是当你退休之后你到底想过什么样的生活呢？你怎么样才能达到你想要的境界呢？”

资本集团拥有相关的投资知识，它也因此感到有沉重的责任，告诉投资者该做什么和不该做什么。资本集团经常有意识地将自己的形象展示为“不能做什么什么的公司”，并解释说，为了能够创办表现最好的共同基金公司，经理必须非常聪明、要做许多正确的事情、在证券投资组合中甘冒大的投资风险，并且……还要有很好的运气！

如果一个投资者能够选择一系列每6个月增值50%的股票（从10美元到15美元），而且在30岁时以10 000美元开始，那么当他到36岁时他就会获得100多万美元。到44岁时他就会获得差不多10亿美元，到48岁时他获得的财富就相当于美国证券交易所的价值，到56岁时就相当于纽约证券交易所的价值，到60岁时就会获得全世界所有的财富了。这里明显的含义就是：这不可能发生也不能够发生——从一开始那每6个月每股从10美元到15美元的假设就不可能实现。

当然，如果这位投资者确实幸运，他就会认为自己很了不起，可能还会再去尝试，甚至更加努力地尝试。这有可能将他置于真正的危险之中。在寻找机遇和可能性之前必须明白极限（以及所有的风险和负面结果），这就是资本集团做决策的典型方法，而其代表就是麦克·沙纳汉。(注)沙纳汉40年来几乎一直是资本集团的主要投资人和主要领导人。“我从来没有见过有谁能够这么快、这么轻易地理解几乎所有商业世界的真谛，并且对问题给予这么明确的回答。”霍洛韦说，“假如要出

什么错，迈克都能看得出来，而且他能解决问题！”

尽管美国基金发售人公司只销售由资本集团管理的共同基金，但是它并不经营由资本集团管理的所有基金的各个方面。[注]在一项独特的长期安排中，全国最大的共同基金公司之一华盛顿共同基金公司的证券投资组合由资本集团管理，其股票销售业务却由美国基金发售人公司负责，但是华盛顿共同基金公司的业务经理是华盛顿特区一家经纪人公司的副手[注]，而华盛顿共同基金公司又是这家经纪人公司在1952年组建的。

华盛顿共同基金公司的故事[注]开始于1929年的“大萧条”时期。个人的信托投资业务损失惨重，所以制定了一系列的法律和监管规则预防这种危机的发生。许多项法律和规章都十分严格，尤其是在哥伦比亚特区更为严格，因为规则第23条限制个人在标准普尔的蓝筹债券进行信托投资。不许进行股票交易。被允许进入标准普尔精选名单的只有大约200只发行的债券，其中大多数是由公用事业公司发行的，少数几个是由小型铁路公司发行的。

身为一名律师[注]，伯尼·尼斯（Bernie　Nees）对规则第23条十分着迷，决心把它彻底研究明白。尼斯认为每个规则都有例外，发现在合法投资名单上有10种债券仅以50美分对1美元的价格出售，尽管这些债券一直在支付利息。这个发现后来促成了全美最大的共同基金公司之一——华盛顿共同基金公司。

第二次世界大战期间，尼斯利用业余时间销售共同基金[注]并且研究了一部记载有300家共同基金公司的曲线图表书。最好的曲线图来自美国投资公司，因此尼斯自言自语地说：“我一定得找出到底是谁在经营那个宝贝！”1946年，他前往洛杉矶见乔纳森·贝尔·洛夫莱斯。当时该公司的员工不足20人。他还和希姆普见了面。那天晚上，希姆普邀请尼斯去家里。从那之后，两人成为亲密的朋友，而且有密切的业务往来。[注]

战争结束之后，股票收益逐渐超过债券，整个股市行情不断看涨，因此银行的董事们都嚷嚷必须让他们至少也搞些普通股票的投资。最后，法院修改了第23条规则，允许高达40%的个人信托资金投在普通股票里，或者共同基金里。

尼斯在创办华盛顿共同基金公司时认真对照了公司与修改过的第23条规则，目的是让这家公司对银行的信托部门和华盛顿市内及市郊正在兴建的Taft–Hartley养老基金有足够的吸引力。[注]当一位银行家问尼斯："你们这么做也许不错，但是我们怎么知道你们不会担心股市有变并把本该放在股票上的40%中的1/3变现呢？"尼斯是这样回答的："我们将在计划书中明确我们将永远把40%的部分放在股票上，即使在股市低迷的时候也不例外！"因此，华盛顿共同基金公司的一项核心政策就是现金和政府债券的比例绝不超过5%。[注]另一项核心政策要求公司拥有的每只股票必须有支付红利的连续记录。[注]

尼斯认为他这个主意很了不起，肯定能够实行得好，并且认为他不再需要中间批发商代表华盛顿共同基金公司来向零售的经纪人销售。为了使这个建议锦上添花，尼斯将销售费从7.5%降到了5%，因为他认为银行不能接受7.5%的条件。"可是你想方设法要销售的共同基金只能向一线的股票经纪人支付3.5%的费用！"尼斯警告说，"伙计，那之后的5年我们可是挣扎着过来的。[注]真的是挣扎啊！"[注]

尼斯打算请标准普尔来做华盛顿共同基金公司的投资管理公司，认为既然他们将所有的股票和证券都做了评估，这个安排就很自然。但是经过几轮讨论，标准普尔却说"不行"，他们是评估机构，不是投资管理公司。"没问题，"吉姆·约翰斯顿说，"由我们自己来管理吧！"

"绝对不行！"尼斯反驳说。尼斯知道，约翰斯顿–莱蒙公司作为20世纪30年代华盛顿地区最积极的新股承销商之一，已经在当时的冲突中表现出了内在的麻烦。尼斯返回洛杉矶去和希姆普及洛夫莱斯商讨由资

本集团来管理华盛顿共同基金公司的可行性。JBL马上就采取了积极的步骤。

接着，洛夫莱斯和尼斯的老板吉姆·约翰斯顿在他们的第一次会面上就一拍即合。两人都是南方人：约翰斯顿来自南卡罗来纳州，曾经在北卡罗来纳大学做过统计学教授，而JBL也喜欢数字，来自亚拉巴马州。约翰斯顿在第一次世界大战中曾当过飞行员，洛夫莱斯曾在防空部队服役。两人都很有绅士风度、说话轻声细语。他们的个性和举止风格很自然地融合在一起。只经过一次会面，两个人就达成了一项交易：约翰斯顿的公司将经手华盛顿共同基金公司的管理和法律方面的事宜，并得到50%的销售费或者承担50%的损失。

后来，仅仅过了10年，华盛顿共同基金公司特殊的生存环境几乎完全消失：1952年，哥伦比亚特区法院解除了第23条规则对所有信托业务的限制。因为华盛顿共同基金独特的销售主张的根基就是避免这种限制并以此作为关键标准，所以他们最初的反应近于恐慌。尼斯很快消除了这种恐惧：“没什么了不起的！我们的董事会完全可以扮演第23条规则的角色，我们为我们自己的特殊上市证券制定我们自己的标准，以后再也不用普尔的标准了！”[注]

华盛顿共同基金公司的董事会在制定自己的标准的同时也在考虑其他可能性。其中的一种可能性是一位兼任Seventh–Day Adventists公司财务总监的董事，同时也是虔诚的基督教教徒提出来的：“我们不抽烟不喝酒。为什么不让这种基金也远离烟酒行业呢？”所以尼斯返回洛杉矶去请示JBL，对他满怀歉意地说：“我真不愿意这么做，因为这有可能干预你做所有投资决策的职责，但是你能否破例，同意永远不在一家50%以上的收入都来自烟酒行业的公司投资呢？”

洛夫莱斯积极的反应令尼斯十分惊喜。“这个主意也许不错。有个这样的共同基金公司或许对我们有帮助。”JBL解释了他的观点：只有少

数股票经纪人会对这种“道德”共同基金公司非常感兴趣，但是对这些经纪人来说，这个差别就有可能具有决定意义。而对全国笃信基督教的保守的股票经纪人来说，华盛顿共同基金公司就可能立即成为他们首选的共同基金公司。让股票经纪人有明确的和有说服力的理由喜欢华盛顿共同基金公司（这种理由不会受到诸如最近的投资结果等短期因素的影响），这在共同基金的销售上可能是一个具有决定性意义的差异。

几年之后，华盛顿共同基金公司成为管理联邦储备系统的员工福利基金的三大共同基金公司之一。当然，这种被认可的荣誉对股票经纪人来说鼓舞人心，因为他们可以对那些犹豫不决的投资者说：“如果连联邦储备委员会都认为这家基金公司很好的话……”

现在，华盛顿共同基金公司是全世界第二大增长与收益型共同基金公司，管理着150多万个投资者账户。按照其终生的全部收益来算，华盛顿共同基金公司在所有增长与收入型共同基金公司中名列前几位——在54家中名列第4。[注]

最近几年，由于401（k）员工福利计划越来越受欢迎，共同基金行业发生了巨大的变化。主宰这些计划投资业务的是共同基金的管理公司，传统观点认为所有大型的共同基金管理公司都应该登上这艘大船。那些认为自己是“资产集聚者”的共同基金公司尤其这么认为。当然，资本集团从来没有把自己局限于“资产集聚者”，相反，该公司的中心工作是投资管理。在401（k）计划的早期，竞争对手都把管理看作为了赢得投资业务而提供的亏本商品。后来，“开放式结构”导致基金品种的激增，这些基金品种被提供给每项计划的参与者，结果，早期的“赢家”都给所有人的基金做起了成本高昂的管理工作——这就是经典的以重大牺牲赢得的“胜利”。

作为一个投资管理公司，资本集团对这项业务采取了一种“慢步走”的策略，甚至在今天，仍小心翼翼地对待401（k）业务。[注]美国共

同基金行业每年的赎回额或者销售额通常大约为20%，而401（k）业务的交易额肯定要高些，因为美国劳动力中每年有10%要调换工作，而当工人们调换工作时，他们通常都将自己的401（k）资产从现在雇主的计划中转移到新雇主的计划中。这就导致了前雇主计划中共同基金的赎回现象。此外，随着计划参与者的投资选择越来越多，他们会更加频繁地改变投资选择。因为资本集团的投资者换手率（买和卖）比行业的平均数低得多，所以对资本集团来说，花大量的经费与401（k）计划中的大型公司竞争的吸引力低了许多，因为这些大型公司能够提供各种各样不同的基金，并能够让好几个不同的管理公司来管理这些基金。这些大型401（k）计划无形中鼓励了投资者更频繁地转换基金，对401（k）计划中的共同基金公司来说，换手率可以达到25%，甚至更高。

现在，资本集团尽管把重点放在小型公司的计划上，这些计划在各种共同基金之间的转变比较少，却是401（k）计划的第三大投资者。正如罗滕伯格总结的那样："401（k）业务的确很诱人，但它也并非黄砖路。"

---

1. 收购亏损的销售公司然后再重新建设这家公司，就是资本集团整体战略的显著例子之一。资本集团通过在好年景储备充足的基金并在坏年景大胆地将这些基金投资的手段，保证了公司在做战略决策时能够保持财务独立性（见第十一章）。

2. 在2002~2003年，两家基金公司（美国基金公司和先锋公司）联合实现了共同基金行业中的净销售总额的100%以上的份额，因为其他基金公司通过赎回方法失去了资产，而这两家公司增加了资产。

3. 在毕晓普接管美国基金发售人公司之前，美国投资公司的股份是由投资公司销售人（最初由海沃德·托马斯所创建）所发行。他和本地的两个交易人工作一直到1943年。1943~1945年，工厂由一位名叫杨赛的助理管理。后来，代理律师公司罗伊·乔治森公司接管了销售工作，有6个月时间。美国基金发售人公司创建时，罗伊·乔治森公司的利润被以2万美元的价格买下。

4. 他的学术生涯结束了，因为他不想花时间写书。

5. 封闭式的共同基金（或者正式叫作投资公司）有固定数量的未清偿股份并且经常在纽约证券交易所上市交易，在那里一般都是以资产净值10%~15%的折扣率卖出。投资公司的开放式共同基金公司以基金的证券投资组合的资产净值出售新股或者赎回未清偿的

股份。

6. 1939年建立时的名字是投资发行人公司，1944年名为美国投资发行人公司。1947年，沃德·毕晓普成为总裁和唯一的所有人。美国基金发售人公司这个名字是1951年采纳的。

7. 因为极具演讲天赋，毕晓普1940年曾经报名担任温德尔·威尔基的总统竞选活动的演讲撰稿人。有一次他乘上威尔基的竞选列车，在一个小站短暂停留时，他惊讶地发现威尔基正在和富兰克林·D·罗斯福的儿子吉米共进早餐。向来果断的毕晓普立即决定辞职不干了。

8. 杰克·德雷福德，德雷福德基金公司的创始人，是毕晓普在利哈伊大学任教时的学生之一。

9. 在JBL的带领下，毕晓普和他最好的批发商们共同拥有美国基金发售人公司的股份。格雷厄姆·霍洛韦至今仍津津乐道地回忆着他第一年在美国基金发售人公司工作时，毕晓普在圣诞节时发给他1 000美元奖金的情形。

10. 毕晓普信奉这样的宗旨：如果股票经纪人愿意销售美国基金就必须给予他们最大限度的折扣。因此，在8.75%货到受损所付的费用中，他只给美国基金发售人公司留下了0.75%，而将其余的8%付给了股票经纪人。而美国基金发售人公司的0.75%又付给了那些费用完全自理的批发商。

11. 将霍洛韦介绍给美国基金公司的克劳德·托马斯许多年前就离开了美国基金公司并加入了马萨诸塞金融服务公司（至少在一定程度上是因为看到霍洛韦在他之前被提升到了全国销售经理的位置上而感到失望才离开的）。托马斯和霍洛韦仍然是十分亲密的“钓鱼伙伴”。两个人经常来往，也经常留宿在对方的家中。

12. 现在是爱德华·琼斯公司。

13. 在某些年份，美林公司销售的美国基金股份甚至更多。

14. 随着时间的流逝，共同基金的市场发生了重要的变化。大部分大型经纪人公司都关闭了。20世纪60年代所有重要的共同基金销售公司（巴赫公司、哈里斯·厄珀姆、海顿四通公司、W·E·赫顿公司、E·F·赫顿公司、布莱斯公司等）都关闭了，这些公司不能适应股票市场的机构化进程。

15. 但并没有立即开始：首先，巴格纳德必须得参军，在诺曼底登陆战役中来到了奥马哈海滩，并在巴顿将军麾下服役。“战争结束之后，我为Republic Supply销售油田工具，并开始在晚间销售共同基金。我晚上一个小时销售共同基金所赚的钱比我销售油田工具一整天所赚的钱还要多，所以在Republic工作了10天之后，我就来到了哈里斯·厄珀姆公司，进入债券销售行业。

16. 霍洛韦工作的地域面积非常大，以至于许多人都认为他一定拥有好几辆白色的凯迪拉克轿车，每辆车都停在不同城市的车库里。

17. 霍洛韦总是把有趣的和有用的关于销售的故事讲给美国基金发售人公司的其他批发

商，因此，人们很自然选举他担任销售总经理。

18. 在富勒顿的领导下，皮特·兰格采纳了格雷厄姆·霍洛韦和比尔·巴格纳德的建议，主编了《美国投资公司投资者指南》（*Investment Company of America Investors' s Guide*），将不同的销售资料编纂成了一本书。兰格同时还承担了为资本集团的几个共同基金公司撰写年度报告的任务。当乔恩·洛夫莱斯出于个人习惯“担心”内容的措辞而令他的共同基金公司年度报告的印刷被耽搁时，他感到灰心丧气。然而，兰格后来明白了原来乔恩·洛夫莱斯在细细阅读每页书稿以确保读者10年后再翻阅此书时仍可获益良多。

19. 在最近的一个五年期里，资本集团仅引入了一种新共同基金，而T.Rowe Price引入了14种新的共同基金，美国世纪公司了引入了45种，富达公司则令人难以置信地引入了138种新的共同基金。

20. “过去几年中，一些更加怪诞的想法有：共同基金行业把汽车存货股票资金和Pauze墓碑资金（在殡仪馆和墓地投资的资金）都给予了投资者。”“Capital Appreciation”，Christopher Oster，SmartMoney，1999年3月。

21. 让投资者降低了期待、变得小心翼翼的原因还有俄罗斯的严重危机和1998年长期资本管理公司的垮台。

22. 在20世纪50年代的牛市，资本集团的资金也落后于股市。

23. 后来，对于想要发展机构企业管理退休金和养老金的企业，比如资本监护信托公司等投资公司来说，一贯具有优势的长期投资记录具有尤其重要的意义。10年一期的记录是通往众多大门的钥匙。

24. 从斯坦福大学毕业（他在大学的高尔夫球队打球），然后又从斯坦福商学院毕业之后，沙纳汉加入资本集团工作，并很快向朋友们表明他打算当公司的首席执行官。他已经展示了他一生中两个最大的特点：睿智和极度的锲而不舍。睿智体现在他在学术方面杰出的成就，锲而不舍体现在他通过各种方法积蓄钱财。沙纳汉上大学期间享有海军预备役军官训练营奖学金，而且在暑假期间还赚了些钱，可是他花钱如流水，不久就身无分文。他决心自食其力，节约开支，一连好几个月都睡在自己车子的后排座上。他的烟瘾很大，为了能够吸烟，他几乎放弃了坐飞机，因为几小时的禁烟飞行他都难以忍耐。他生性喜欢竞争，曾因绝望狠摔过高尔夫球杆，几乎每天都练习，而且在60岁之后仍继续玩让三杆的比赛。

25. 资本研究与管理公司。

26. 约翰斯顿–莱蒙公司。

27. 华盛顿共同基金公司最初单独销售，但是1953年以来，美国基金发售人公司一直在为其销售。毕晓普除了拥有资本研究与管理公司的份额外，还完全拥有美国基金发售人公司的股份。

28. 中学毕业之后，尼斯的第一份工作是在西北第14街和E街的华盛顿商业银行担任外勤人员。6个月之后他被提升为外勤人员的领班。该银行的规定是如果银行的员工去银行学

校读书，银行可以为其付费，所以尼斯就报了名。作为外勤人员他在每天的日常工作间歇有充分的时间做功课。从华盛顿市区送一张汇票到乔治敦，乘坐有轨电车至少需要一个小时，所以外勤人员可以一路轻松地看书。

1928年，银行的一位官员告诉尼斯当地一家储蓄和贷款银行（他在那里担任董事）需要一位记账员，而且薪水要高得多。该银行行长的儿子决定去法学院上夜校，所以行长就问尼斯是否也有兴趣去上夜校，学费由银行来支付。“为什么不一起去呢？”

29. “银行职员的衣着总让我着迷，但是在经纪人公司里工作的人的衣着更加令我着迷。因此在1929年9月，我就成为约翰斯顿–莱蒙股票经纪人公司里为吉姆·约翰斯顿工作的员工，既当外勤人员又当记账员。但是30天之后，我问自己：‘我到底在做什么呀？’”尼斯也经历了个人的挑战。他正处在热恋之中。“我女朋友对我说‘在你通过律师考试之前，我不想结婚’，这让我花了4年的时间去学习。”

1931年1月，尼斯知道他必须在律师职业和与吉姆·约翰斯顿工作的职业之间二选一。当时约翰斯顿只有10位销售人员和两个合伙人。证券行业的情形并不被看好。销售人员有的逐渐放弃这个行业。“我替那些离开这个行业的销售员向他们的客户销售证券赚了几个零花钱。”1932年，他通过了律师考试。后来他向一位他通过销售监管证券结识的法律教授请教，问自己该选择什么样的职业。“‘伯尼，你在法学院确实学得很好，但是你喜欢吉姆·约翰斯顿吗？’他就说了这些，而听到这些我也就足够了。”

尼斯1939年结婚。婚后他越来越积极地从事公益性工作，尤其热衷于在华盛顿的青年商会工作，开始时在各个委员会担任委员，接着进入董事会，最后成了这家拥有2 000名员工的大公司的总裁。“吉姆·约翰斯顿给我时间来做这工作。他就是那种类型。”

30. 洛夫莱斯、尼斯和希姆普三个家庭相互之间经常来往，关系甚密。“希姆普当时是美国全国投资公司协会的官员，这个协会后来成了投资公司研究所。查克想把这个协会的总部从纽约迁到华盛顿。我还帮助他在国会大厦寻找新的办公地点。”尼斯回忆说。

31. 根据比尔·巴格纳德所说，华盛顿共同基金公司对工会从来没有多少吸引力。

32. 对这项政策的执行情况现在每个月都向华盛顿共同基金公司的董事会汇报。

33. 尼斯的有效销售记录可以追溯到许多年前。尼斯的中学校长就对尼斯有很深的印象，问他是否可以帮助学校的年鉴销售一些广告。所以，在尼斯还没有正式工作之前，他就每天早早地出发，努力更新几年前使用过的广告。取得了一些成绩之后，尼斯信心倍增，开始销售新的广告。他开始先到冰激凌店店主那里征订广告，而这位店主从来没有在这本年鉴里做过任何广告。因为当时是冬天，所以学生对冰激凌的需求量很自然是全年最低的，这个挑战是显而易见的。更令他沮丧的是冰激凌店店主断然回绝了他：“我从来没做过广告！我也没有必要从现在开始做！”接着店主终于暴露出了他隐藏的观点：“这个世界在6月末就会彻底毁灭！你们根本来不及毕业、根本来不及出版你们的年鉴！”尼斯马上迎战：他知道这位店主笃信宗教，就从《圣经》里引用了一段关于对年轻人善良是如何重要的话语。接着他做了全力的一击：“等你看到你的广告刊登之后再付钱，所以如果你对世界末日的恐惧真的变成了现实的话，你一分钱也不用付！”大约75年后的今天，伯尼·尼斯笑着说：“我确实把那个家伙搞定了，而且广告做成了！”

34. 销售中至少有这样一个问题：1953~1958年，该基金公司在证券业中位置比较优越，但是根据标准普尔500股票平均价格却表现不佳。

35. 沃德·毕晓普突然拜访尼斯，因为尼斯一直在销售美国投资公司的股票。毕晓普第二次来时想和吉姆·约翰斯顿见面，希望能够说服他销售美国投资公司的股票。

约翰斯顿对毕晓普说，如果他的公司能够销售美国投资公司100万美元的股票他们就应该得到4.5%而不是通常的3.5%。因为美国投资公司当时管理的资产只有1 000万美元，毕晓普随即同意。约翰斯顿–莱蒙公司很快就销售了100多万美元的股票。

36. 因为有50种股票达到了标准普尔和华盛顿共同基金公司董事会的标准，所以尼斯将那些显示这些公司收入和红利的长期历史数据汇编成册。“用这些数据汇编而成的例子太有说服力了。我们40年来一直使用这些上市公司的名单！”

37. 对约翰斯顿–莱蒙公司来说，华盛顿共同基金公司变得极为重要，最终为该公司取得了100%以上的利润，原因是他们的股票经纪业务已经无利可图。约翰斯顿–莱蒙公司管理华盛顿共同基金公司的业务，会见董事、为投资者准备年度和季度报告等等，而资本集团则提供所有关于投资管理、销售和股份转让代理服务等工作。伯尼·尼斯在90岁高龄时继续担任荣誉董事长一职。资本集团的吉姆·邓顿20多年来一直起着关键的作用，与华盛顿共同基金公司的约翰斯顿–莱蒙公司的领导们合作得很愉快，这其中的部分原因是他是一个真正的弗吉尼亚人，先是在亚利山德里亚的主教制教会学校读书，后来又到弗吉尼亚大学深造。

38. 资本集团帮助制定了“个人退休账户”和个体生产者退休账户的立法和规则。这项法规取名为“基奥计划”（Keogh Plans），为越来越重要的401（k）退休项目奠定了立法基础。然而，沃德·毕晓普对基奥计划并不感兴趣，因为这些计划要经过许多年才能获利，原因是个人的退休基金积累需要过程，所以这些计划所涉及的交易太频繁、太小了。因此，在毕晓普改变这项决定之前，华盛顿共同基金公司是资本集团内唯一实行基奥计划的共同基金公司。

后来，尽管401（k）计划在提供退休福利基金方面变得越来越流行，但是资本集团的参与还是很缓慢，因为早年的竞争成功要求的是兢兢业业地提供记录服务，所以驱动这个行业的与其说是投资技巧，不如说是管理技巧。

第六章
破釜沉舟：资本集团

给读者的提示

企业历史学家钱德勒（Alfred Chandler）在他的《战略与结构》注的深入研究中发现了一种违反常态的重复出现的模式。钱德勒认真的研究得出了惊人的结论：战略非但没有决定结构，从长远来看，情形正好相反——结构最终决定了战略。

钱德勒从历史学家的角度研究了一些相当成功的美国公司，一直追溯到这些公司的初建时期。尽管这些大型公司都各自在迥然不同的行业里，但是这些公司的历史有着惊人的相似之处。所有这些被他研究的公司，如西尔斯公司、杜邦公司和美孚石油公司，都曾经有过辉煌的时代，因为这些公司的战略在那个特定的历史时期非常适合公司想要服务的特定市场上的那些特定的商业机会。

后来，这些公司都脱离了自己特定的市场，因为市场改变了，但是公司的变化不足以跟上市场的变化。尽管有辉煌的过去，但是这些公司都陷入了越来越深的麻烦，几乎一败涂地。这是为什么？钱德勒问。为什么一家接一家的公司都让自己从成功走向了衰亡？为什么一家接一家的公司严重地脱离了自己的市场？

正如钱德勒所展示的，某项战略的成功往往会导致公司结构的发展壮大，而这种结构发展壮大的同时会变得越来越连贯和高效，最终又会变得僵化。这在一定的时间内似乎能够提高效率，而且会带来更好的结果。但是随着时间的流逝，“我们在这里做事情的方式”变得有了名气，并且变成了公司的规章制度，公司雇用的员工也越来越是“我们类型的人”。这些员工越来越具有同样的价值

观、同样的观点和同样的盲点，因为他们所在意的就是保护和维持公司的结构以及相应的令他们熟悉和舒服的人与事，这导致公司更加僵化。

管理公司的人越来越注重公司内部的情况，而对开发充满活力的新战略，以富有想象力的方式使这些新战略适应瞬息万变的自由市场和未来，则越来越不关心。与此同时，整个世界和公司自己的市场仍在不断变化。所以，尽管公司从表面上看效率会变得越来越高，但是实际上公司在逐渐脱离自己的市场，因而效率变得越来越低。

作为历史学家，钱德勒用一个又一个例子向我们展示，随着公司的组织结构发展得越来越精确、效率越来越高并且人们越来越熟悉，这些结构（以及公司管理者的思维方式）也就逐渐僵化、越来越偏狭。最后主宰一切局面的就是这种结构对稳定和效率越来越强烈的依赖。在这种组织结构病的高危阶段，公司发展受到了限制，效率的增长越来越缓慢，而所谓的效率增长通常也是通过削减成本，而不是通过提高公司给客户提供的产品和服务的价值来实现的。通过这个过程，公司注定要逐步衰亡，最终不可避免的死亡悄然逼近。

钱德勒的研究最后得出了这样一个富有讽刺意味的结论：一家公司将其结构的效率发挥得越是成功，那么这个结构最终就越有可能扼杀公司战略的效率。[注]

资本集团一次又一次地（见第十三章）有意改变自己的公司结构，持之以恒地寻找能够适应市场的高效率，消除僵化并培育许多人的创新能力。当然，这样做的效率并不是很高，但是对资本集团来说这就很好了，因为相关人士知道这是行之有效的。

对外界来说，资本集团的重大变化之一最初可能根本不像是个变化。资本集团变成了一家持股公司。明显的原因就是将组织的战略和效力从组织的结构和效率的限制中解放出来。尽管当时在变成持股公司结构的时候几乎没有发生什么具有战略意义的事件，但是资本集团在之后的几年中有时间采取一系列的战略措施，而这些战

略措施又成为驱动战略变化的动力。

当时的情形对任何采取战略措施的投资公司来说似乎都是极端不利的。无论在资本集团内部还是外部市场上，形势都每况愈下。共同基金公司的销售处于停滞状态，股价暴跌致使资本集团管理的资产价格骤降、赚取的管理费用骤减，客户终止自己的账户，还有通货膨胀、越南战争、约翰逊总统的信誉度下降，等等，所有这些加在一起令美国人对经济、自己的国家甚至对他们自己都失去了信心。美国基金发售人公司也萎靡不振，资本集团本身甚至出现了短暂的赤字现象。

有些人驱车前往，大多数人乘飞机到达。1967年年初，资本集团的20多个显赫人物（公司有史以来最大的一次聚会）来到亚利桑那州迷人的菲尼克斯沙漠，度过一个长长的公司会议周末。资本集团的管理者们选择这个地点开会是因为这里有两个特点：地方不太远，而且环境也不太熟悉。与会人员来到一起为的是考虑资本集团变成独家持股公司之后可能采取的几种战略措施。创建资本集团有限公司就是一个具有革命性的主张。

不太熟悉的地理环境有可能激发人们新的想法，并且使人眼界更加开阔。如果真的是这样，这趟旅行就算没有白组织。此外，查克·希姆普和奥梅尔维尼–迈尔斯律师事务所的律师们还担心加利福尼亚的规章制定者和立法者们“动不动就开炮”的秉性，所以就敦促资本集团将自己的法律居所迁移到一个更为保守的州，从而建议了亚利桑那州。亚利桑那州时常爆发民间运动，这有可能引发不可预见的法律变化，而且该州很有可能通过有利于其最大的银行美洲银行的法律。

一年多以前，乔恩·洛夫莱斯和查克·希姆普就认识到（分别却几乎是同时认识到的）这种风险，即资本集团有可能出现公司组织设计或者结构的僵化问题，这是一个现实问题。如果不作调整，资本集团的结构就会不可避免地左右一切，而且有可能已经在限制公司未来的战略。为

了避免结构左右战略，他们想预先采取措施改变这种结构发展，为发展公司战略提供空间。

资本集团在共同基金业务领域已经十分成功，以至于种种迹象表明结构凌驾于战略之上。举例来说，为管理富人和机构投资单独设立账户业务的可能性并没有受到认真的关注。“不能是我！”就是资本集团高管们的反应，“我为什么要放弃在我们现有的大规模业务（管理共同基金）中做投资领导者所拥有的声望、地位和待遇，反而去管理一家具有风险的刚起步的小企业呢？还有，如果机构业务真的成功了，我就得离开家和办公室，整天在路上从一个城市赶往另一个城市、应客户的要求随时随地和他们见面。我可不做那样的工作！”

鉴于资本集团原来的组织结构，高管们这么说其实是很现实且合情合理的，因为他们是作为个人在考虑他们自己的职业生涯。留在基础坚实的管理共同基金业务中显然符合每个人的自我利益。那是资本集团的主要业务，所有内部的地位和声望都在这种业务中，也正是在这种业务中他们的薪酬待遇最高也最稳定。

与此同时，共同基金公司的独立董事们也担心资本集团除了管理共同基金公司外会再去做别的什么事情。有些董事反对将资源偏离资本集团管理共同基金公司的主要业务，尤其是不能偏离投资研究、交易和证券投资组合管理任务。还有的董事质疑资本集团如何分配诸如投资研究这样的大笔费用。

定价也是个受到关注的问题。投资管理机构收取的投资管理费用要比资本集团收取共同基金公司的费用高出许多。所以，共同基金公司的董事们（见第七章）就问，如果新的机构投资公司支付更高的费用，董事们怎么能够相信共同基金公司仍然能得到最杰出的人才和最好的主意呢？

有些董事担心，尽管资本集团在其具有丰富经验和知识的共同基金

业务中做得很好，但是在新业务中就未必能够做好，因为在这方面公司极其缺乏经验。新业务出现任何困难都会拖累资本集团的共同基金的管理者。

在寻找能够使资本集团解决这些问题的组织结构时，希姆普和乔恩·洛夫莱斯都想到了独家持股公司的主意。当时正在流行创办一家银行持有数家公司股份的做法，所以这种模式并不陌生。为资本集团寻找一种类似的组织结构引起了公司内部对这个主意的好与坏等诸多方面进行的多次讨论，令许多人好几个月来都在提出问题并且考虑可行的替代方法。“所以，那不是一次会议，而是好几个月来公司内部许多次的讨论，”沙纳汉说，“其中包括和奥梅尔维尼–迈尔斯律师事务所的法律顾问们以及我们在底特律的律师本·朗（Ben Long）长时间的讨论。”

许多次会议和讨论都是为了认真地听取每个人的观点，并让大家预先准备好最后达成一致，这正是JL典型的管理风格。最后的一致意见浮出了水面：资本集团应该改变自己的结构并且创建一家持股公司，最初只有一家子公司——当时资本集团所拥有的唯一一家子公司就是共同基金管理公司。(注)（资本集团为自己创建母公司的过程被希姆普幽默地称为“突变项目”。）

“创建一家持股公司的长期效果确实不错，”沙纳汉说，“但是在‘创建’的时候，我们关注的并不是结果，而是如何提供合适的手段。”这项重组计划导致在书面上产生了资本集团。在随后的数年中，随着这个书面上的空格一处处地被真正的企业发展项目填满，这个书面公司变成了一个经济实体。

在菲尼克斯举行这些会议的目的在于考虑若干可行的战略措施：成立一家信托公司开展独立的账户业务，为共同基金公司业务成立一个转让代理公司，成立一个数据处理部门，下大力气开发国际业务。这些战略措施每项都指定了具体的领导者。讨论进行了两天，回到加利福尼亚

州之后又继续了两个月。

这种填充的过程进行得并没有什么规律性。核心小组坚决支持成立资本监护信托公司。尽管这家公司的宗旨是服务富人群体，但是这种做法帮助公司步入了迅猛发展的养老基金和捐赠基金管理行业（见第九章）。除了并入新公司外，这家持股公司还进行了几次重大的收购。

后来，进入资本集团的第一家公司就是沃德·毕晓普的共同基金批发组织——美国基金发售人公司（见第三章）。由于处在共同基金公司长期熊市的最低点，美国基金发售人公司的独立性（这家公司的独立性一直都是共同基金行业里的一种独特安排[注]）所包含的真实含义从“自由”变成了“恐怖”。

美国基金发售人公司发生了三个重大的变化：一个内部的变化和两个外部的变化。内部的变化就是因沃德·毕晓普退休而失去了一个强有力的领袖。比尔·巴格纳德接替了岳父在美国基金发售人公司的总裁职务，而毕晓普本人仍然是公司的所有人。“比尔在整体的管理上、与大型的股票经纪人公司的头面人物发展友好关系上很有一套，”沙纳汉说，“但是他对各基层批发商和分公司的日常和面对面的销售管理工作并不感兴趣。”这项重要的工作逐渐转移到了格雷厄姆·霍洛韦的肩上。

直到20世纪70年代早期，由于有巴格纳德和霍洛韦的“主内先生和主外先生”管理团队担纲，美国基金发售人公司一直都经营得不错。但是到了20世纪70年代早期可怕的熊市阶段，共同基金公司的销售却一年比一年糟糕。在这段困难时期，美国基金发售人公司的批发商们十分怀念毕晓普，并希望有像他那样具有第一手批发商经验的人来做美国基金发售人公司的领袖。

第一个外部变化十分明显。在20世纪70年代早期，共同基金行业正在发生内爆。由于投资者失去了对购买共同基金公司的兴趣，而且销售共同基金的股票经纪人数量锐减，批发商看到自己的收入一再降低，对

共同基金销售复苏的期待更是一落千丈。媒体连篇累牍地登载这样的文章：“如果你认为现在的情形太糟，伙计，你就等着瞧吧！”对于整个共同基金行业的展望堪忧，尤其是对批发商来说前景更令人沮丧。“20世纪70年代中期的共同基金行业简直糟透了。”沙纳汉回忆说。共同基金行业的销售骤降90%。全国股票经纪人的数量从12万骤减到了5万。大多数共同基金的批发商都放弃了自己的行当而投往别处。有些共同基金甚至根本没有任何批发商了。

美国基金发售人公司也有具体的问题：资本集团的定位明显是普通股的管理公司，对于其他共同基金公司所销售的债券和短期金融市场的基金只是轻描淡写地做一做，甚至是根本回避。这就是说美国基金发售人公司的批发商们没有什么值得炫耀和谈论的，也没有什么可以提供给零售股票经纪人的，因为那些零售股票经纪人此时已经不愿意再听那些不再令人信服的什么稳定的、长期的普通股票投资的宣传了。对于美国基金发售人公司及其批发商来说，更为糟糕的是，受资本集团的职业投资人青睐的价值股受当时高利率的打击尤为惨重。资本集团全力以赴地向经纪人和投资者保证进行普通股投资如何具有长期优势（不管最终结果证明好处可能有多大），可是这在最低迷的熊市期间也很难被接受。

第三个变化尤其惨痛：美国基金发售人公司正在亏损，年度损失越来越大，近期根本没有扭亏的指望。由于批发商们的收入和前景都一落千丈，所以纷纷改弦易辙。美国基金发售人公司的批发商一下子缩减为6个。对美国基金发售人公司来说（对资本集团来说也是如此），保护这个忠诚的批发商核心小组至关重要，因为这些批发商维系着美国基金发售人公司与最重要的经纪人公司中最重要的经纪人的关系，而且当共同基金公司的销售有所改善，“有客户在那儿”这个事实本身就很重要。因此，为了保护这些资深批发商的生存环境，公司付给他们的报酬要多于他们在这种糟糕的市场状况下应得的收入。[注]在这场严重的危机中，有些人得出结论，资本集团不能够也不应该努力帮助美国基金发售人公司，而应该抛弃美国基金发售人公司，任其自生自灭。但是聪睿的人则

持截然相反的意见。

显然，美国基金发售人公司正面临严峻的挑战，就其本身的能力而言，它远不能找到有效的解决方法。美国基金发售人公司需要援救，然而资本集团要成立一个强大的共同基金批发组织，这样一种战略需要也必须得到满足。“我们不能期待比尔·巴格纳德作为个人来承担再筹集资金的重大责任以及美国基金发售人公司所需要的重建工作，”格雷厄姆·霍洛韦回忆说，“我们这些批发商买不起公司，也承担不起那么大的企业风险。所以，我们必须想办法让资本集团来做这件事。”

鲍勃·柯比（见第七章）和吉姆·富勒顿启动了这项工程（麦克·沙纳汉做了具体的工作并于1974年将其完工）：结束美国基金发售人公司的孤立局面、将其纳入资本集团的组织结构、将其与资本集团的文化同步。在实现这项工程的过程中，既不能破坏以投资为主的资本集团的文化，也不能丢掉美国基金发售人公司的销售效率。

资本集团有无数挑战需要克服。比如，美国基金发售人公司的批发商们确信，在正常情况下，他们所赚的钱比资本集团的职业投资人所赚的要多。因此，批发商们担心，如果资本集团接管美国基金发售人公司，尤其是在行业最不景气的时候接管，他们的收入就会雪上加霜，也许会永久性地降低。此外，资本集团的职业投资人对于兼并美国基金发售人公司可能会持怀疑态度，因为美国基金发售人公司的关键人物是销售人员，所以任何想法都将是销售的想法。对两组人员来说，只有一件事情是共同的：怀疑态度，甚至是接近于正面对峙的怀疑态度。

尽管这场兼并最终将证明有很大的好处，但是在兼并的时候，资本集团的接管被公认为是一场急需的救援和一种义务，而不是什么机遇。毕晓普已经70岁高龄，所以很自然已经身心疲惫。作为所有者，他想将企业脱手。他获得了个好价钱，理由是，将来有一天可能出于某种原因，公司会东山再起，还会重新销售共同基金。

拯救美国基金发售人公司并将其纳入资本集团的体系是一项重大的行动。作为沙纳汉的代理人，霍洛韦成功地说服了美国基金发售人公司的每一位批发商加入资本集团。沙纳汉充分相信霍洛韦，让他有了真正的发言权，而霍洛韦也做得很到位。正如我们注意到的那样，共同基金公司要么讲究销售，要么讲究投资。在将美国基金发售人公司纳入资本集团这一事件上，沙纳汉的突出成就在于，他开创了一个在销售和投资两方面都十分强大的组织。

美国基金发售人公司被并入资本集团之后不久，股市开始了一场持续时间最久的牛市，共同基金公司的市场也逐渐朝好的方向发展。随着共同基金公司行业的大力发展以及资本集团市场份额的稳步扩大，到1995年，美国基金发售人公司批发商的数量又恢复到了60多个，到2000年超过了70个。现在公司有86个批发商：其中的65个以销售传统的共同基金为主；18个以养老金业务为重点，其中又以401（k）计划为主；5个与个人投资顾问打交道。仅在加利福尼亚州，就有美国基金发售人公司的11个批发商。

美国基金发售人公司的批发商们通常每周5天出门在外。他们的工作很辛苦，但是因此待遇很好，他们在这个行业里收入是最高的，他们所代表的投资产品是最好的。同时，正如他们所说的那样，他们“能够穿老派商人的细条纹西装”。

---

1. *Strategy and Structure*：*Chapters in the History of American Industrial Enterpris* by Alfred Chandler，Beard Books（1992年1月）。
2. 未来被过去所主宰的现象被律师们称为“死亡之手”。
3. 资本研究与管理公司。
4. 马萨诸塞投资者信托公司的独立批发商万斯·桑德斯也独立经营了许多年。在过去的25年中，万斯·桑德斯和伊顿–霍华德公司合并组成了伊顿–万斯公司。并建立了自己的投资公司，而马萨诸塞投资者信托公司则被加拿大的永明人寿保险收购，并开发了自己的销售和分销公司。

5. “股票经纪人们认识到了这一点，并且记得资本集团所表现出的对共同基金公司事业的承诺以及对他们的承诺，”沃利·斯特恩说，“与在其他销售情形下一样，销售额会造成伤害，因为它总是打乱工作关系。”

第七章
为投资者服务

给读者的提示

可以理解的是，投资管理者都有这样的共同看法：为每个共同基金公司的投资者和每个机构客户提供良好服务所需要的详细信息和数据处理工作尽管很有必要，但是与良好投资相比较而言，前者的价值还是逊色不少。

这种把投资置于优先地位的做法很容易走偏，而且事实上也经常是这样。这又导致大多数投资组织不看重客户关系中以服务为基础的信任的重要性。他们没有认识到，对大多数客户来说，作为信任的基础，可靠的服务至少和投资结果一样重要，因为投资结果很难，而服务似乎非常明显。大多数投资管理组织都认为服务是一种成本，而不是一种建立投资者忠诚度的明智的投资。结果，大多数公司都只是做自己认为必要的事情。

当投资结果不景气时（这种现象注定会时常发生），那些没有认识到客户是多么看重服务的管理公司会令自己的商誉受到严重的损害。注任何在投资者服务和投资结果两方面都做得很优秀的公司都具有强大和持久的魅力，这在投资管理行业的史册上都有详细的记载。注

就投资管理而言，服务始于交流和沟通。提供服务者必须谙于世故、经常使用专业的术语和词汇，专业知识和忠告必须表达得让普通人能够理解，而且使用起来信心十足。服务中的一部分就是日常性的工作（尤其是对那些深谙复杂、困难的投资管理工作的职业

> 投资管理人来说更是这样），但是按照时间表做出准确的报告、及时无误地给予支付、提供清晰和容易使用的报告，这些对客户们来说总是非常重要的。在管理咨询、投资银行、法律和投资管理等行业，真正优秀的职业组织都是靠坚持给客户提供优质的日常服务，不断地证明它们对高质量职业工作的追求。
>
> 作为投资管理公司，资本集团讲究的就是为共同基金公司的投资者们提供最优质的服务，同时，利用其机构投资账户为客户提供优质的服务。能够实现这种追求和承诺靠的就是资本集团在合适的时刻、合适的地点启用了合适的人才，而这些人才的领导艺术和个人魅力又使他们作为“内部企业家”的领导才能锦上添花。同时，资本集团的环境很有利于进行重大的组织结构改革，资本集团的领导集体也支持改革的决策，并且一丝不苟、坚持不懈地承诺实现所做的决策。

在资本集团，一个普通、不起眼的鞋盒子就能对其战略思想产生了决定性的影响，因为它使人们看到了正在发生的现实问题。

这个简单的鞋盒子不仅资本集团有，每天经手价值数亿美元的股票、债券和现金的美洲银行[注]也有。这其中的一些钱属于美洲银行，但是大多数钱是别人的，其中又有许多钱属于共同基金公司的投资者们，包括美国基金公司的投资者们。

这个鞋盒子里装满了银行保留准确记录的重要文件，但鞋盒子根本就不应该用来储存重要文件。显然，美洲银行陷入了危机，说白了就是被淹没在文件的海洋中。就像一个溺水快要死去的人一样，美洲银行威胁要把别人（具体地说，这里指的是美国基金公司的投资者服务项目）也拉下水。

对美洲银行的问题，资本集团的职业投资人并不十分在意，因为他们和别处的职业投资人一样，对诸如会计、证券监管或者转让代理服务

等日常的“戴绿眼罩”[注]的工作并没有什么特别的兴趣。这种工作不仅无利可图，而且需要大量人员做无聊乏味的日常工作。资本集团的传统观点十分鲜明：“我们是职业投资人士。那些日常工作都应该由美洲银行来做，因为这工作属于他们的范畴！”

但是鲍勃·柯比的想法与众不同，他认识到了给共同基金公司的投资者们提供准确、可靠和方便的服务的重要性，许多投资者对投资和如何投资都相当陌生，因而困惑不已。

“管理和服务是赢得投资者信任的关键，”鲍勃·埃格尔斯顿说，“如果你的投资管理工作出现了一段时间的混乱，人们可能会宽恕你，但是如果你给投资者的服务出现了错误……那你就麻烦了。”

美国基金公司是为实实在在的人投资实实在在的金钱，所以柯比知道，对于赢得和加强投资者的忠诚度和经纪人的信心来说，给投资者提供优质的服务和准确、及时的信息是至关重要的。为了达到资本集团所公开的“在一切工作中永远争取做得最好”的标准，柯比和他招聘的资本集团的企业管理人员[注]认为必须将所有后台运作拿到公司内部来做。[注]

在共同利益基金公司工作了25年之后，柯比[注]熟谙转让代理业务。他说：“我亲身经历过了。我知道有什么问题。我们探讨了各种可行性，因为我是资本集团里对由我们自己来做转让代理工作最冷淡的人，因为假如我们去做这项工作，我们就想要去创新，就想提供非常高质量的服务。最终，我们接受了现实：为了能给我们的投资者和经纪人、交易人提供我们想要的服务，我们必须自己去做。”

柯比信心十足，认为资本集团有能力建立自己的转让代理部门，这个部门就是美国基金服务公司。[注] 更重要的是，他认识到，只有在公司自己的管理下，投资者服务才能达到资本集团的高标准。为了做到这一点，柯比建议制定可比的工资和职业潜力制度来实行可比性的管理责

任制。正如柯比所说的那样："我们所说的'在一切工作中永远争取做得最好'这句话固然重要，但是这句话背后的感觉还要重要得多。我们一直努力将这种思想始终贯穿在我们工作的方方面面。"1968年，美国基金服务公司成立，这样资本集团就可以控制产品质量，并且可以将美国基金服务公司从转让代理部门改变成一个职能全面的组织。

柯比向大家阐明，资本集团将成为投资者服务行业的排头兵。他说："这么做就切断了美国基金服务公司内部妄想狂的给养线。"柯比知道，为了保证工作的质量，资本集团必须吸引、认识且奖赏工作质量高的人员，并且认识到他们要做的高质量工作。资本集团必须在公司内部的各个部门灌输为投资者服务这种与众不同的新思想，所以，柯比优先考虑的问题之一就是，让资本集团内部所有的人都认识到高质量管理的重要性。[注]

这么做可能会增加成本，而且加剧资本集团正在经历的营业亏损，但是JBL和JL以长远的眼光批准了柯比成本高昂的建议。

柯比的时机选择得非常好。正如装满了文件的鞋盒子毋庸置疑地显示的那样，美洲银行的转让代理工作遇到了真正的麻烦。其中的部分问题是由美洲银行的一位客户管理的企业基金公司。[注]（企业基金公司发展十分迅速，有无数小额投资者通过长期合同进行投资，这些合同要求每个月必须增加10美元或者15美元的小额投资。每月新增的小额投资产生了许多无利可图的交易活动。此外，每位投资者的账户必须每天两次地给予准确的定价。所有这些交易活动充斥在了美洲银行的数据处理系统里，然而当时华尔街的数据处理仍然是以纸张为基础，而且所谓的"交割失败"[注]严重阻碍了整个行业的数据处理。）

使问题雪上加霜的是，美洲银行中央数据处理部门的领导者是传统的电脑技术人员，他们未能预测整个银行内部对数据处理能力骤增的要求，因而一次又一次地被弄得措手不及。这种骤增的要求使得数据处理

的优先工作和时间表经常改变且毫无征兆。美洲银行的加利福尼亚零售银行系统拥有1 000多个分理处，是美洲银行真正的摇钱树，所以他们的数据处理需要总是享受优先待遇并被允许加塞到前面。其他盈利部门都很轻易地插到了诸如服务性的共同基金公司等低利润部门的前面，其中包括美国基金公司。注

假如资本集团当时没有将投资者服务业务转到公司内部来做，美洲银行服务工作上骤增的那些缺陷就会严重地损害资本集团的投资者和股票经纪人的利益。柯比及时的主张使得资本集团避免了一连串即将出现的严重的服务问题。

柯比坚持不懈的努力使业务服务团队（现在资本集团的大多数员工都属于这个团队）在提供优质服务的责任制方面确立了与那些投资和营销人员一样的标准。这样，业务服务人员就可以根据“资本集团的标准”在他们自己的场所用他们自己的设施工作。1983年，他们从洛杉矶市区搬迁到了奥林奇县的郊区布雷。注

在过去的26年中，美国基金服务公司的合作伙伴从160人增加到了2 000人，为全国不同地区4个相联的客服中心的2 000万个投资者账户服务。这4个客服中心每天平均接电话25 000个，高峰期达到35 000个，服务的要求标准达到了电话铃响三声就能接起来。这些电话来自180 000个金融顾问和投资者，通常的比率大概为60∶40。美国基金服务公司服务中心的人员在教育和工资水平上与投资部门没法比，但是远远高于其他基金公司服务中心的水平，并得到了同样的尊敬。在员工流动率达到60%~70%都极为平常的领域，美国基金服务公司的员工流动率仅为12%。如果再排除员工被调整到资本集团其他部门的情况，员工流动率仅为9%。注美国基金服务公司每年都努力提高服务能力并降低成本。注

在最近几年，美国基金服务公司强大的信息技术能力使公司在只增

加100名员工的情况下处理的投资者账户却多出了500万个。换一种表达方式，每个员工服务的账户数量从5 000个增加到了9 000个。所提高的生产效率使得美国基金公司将公司应该支付的费用保持在远远低于行业标准的水平。

员工对自己的身份、对自己在什么地方和做什么事情都感觉良好，这对他们想待在什么公司工作至关重要。而员工在极其重要的“软”环境中有什么样的感受，他们的顶头上司则是关键，所以资本集团花了大量时间来帮助这些做上司的员工理解并评价自己的角色。真正地尊敬他人（从来都是有效的中层管理或者作业线督导的关键手段）这种习惯需要年复一年地直接、面对面的接触，资本集团平行的组织结构正好有助于培养这种习惯。美国基金服务公司最受欢迎的员工待遇之一就是强调生产的工作单位里所蕴涵的人与人之间的温暖和亲切感。“如果你问我们的员工，很明显那就是我们每年举行的为期6~8天的牛仔节大聚会，通常我们都非常开心地庆祝这个节日，就像我们庆祝洛杉矶湖人队取得胜利一样。”[注]

美国基金公司投资者赎回率很低、员工流动率很低但同时市场份额仍在增长的一个原因非常明显，那就是为投资者们编写的书面材料。“美国基金公司的书面材料是一流的。”柯比说。这可以追溯到吉姆·富勒顿和他当时下定的决心，富勒顿当时决定，美国基金公司所有的报告都不应仅仅达到法律的要求，还必须阅读起来引人入胜，必须能够给投资者提供信息，让投资者对自己的投资有真正的认识。

富勒顿来到资本集团后看到了基金管理者们送给投资者的咬文嚼字、墨守成规的年度和季度报告，从此就决定把美国基金公司的书面材料写得最好。[注]他下了许多工夫寻找关于竞争对手的各种情况，然后提供优美流畅的文字，写出本行业信息量最大、可读性最强的报告。

“资本集团从来不做广告，而且我们一直都喜欢这样，”富勒顿

说，“但是我们决定把给投资者的报告写得真正具有可读性且有用处。我们不想让报告只是被放在咖啡桌上，仅是看上去很漂亮。我们的目的是让我们的投资者阅读这些报告，并且了解关于他们自己的基金所应该知道的信息。因为投资并非一件简单的事，而是非常重要的事，所以我们努力让这些报告读起来有趣，让他们看完觉得受益匪浅，没有浪费时间。我们真的是想让读者受益、真的理解所看的内容。”

作为一名作家，富勒顿知道文章的第一句话就得吸引住读者，然后将整个报告写成一个故事，这同样重要。他还意识到，一些写作技巧（比如花絮）会使报告更引人入胜，重要段落用大字体可以让时间紧迫的读者看到主要内容，人物照片对读者来说也很重要。有一份报告的主要内容取自鲍勃·柯比所做的一次演讲，利用他当年参加赛车的经历。“就像在比赛上一样有趣，”柯比解释说，“若想赢得比赛，你不必每圈都跑在前面，但是你绝对要完成比赛。尽管赛车手必须冒风险，但是如果他冒的风险太多的话，他就可能撞在围栏上。有些风险是值得的，而有些风险根本不值得。”

1974年，股市经过长期低迷之后，富勒顿给投资者的一份报告谈到了最近可能出现的一次绝好的买进机会。报告向心烦意乱的投资者提了这样一个很自然的问题：“我现在的钱应该怎么处理？”对大多数投资者来说，这是他们记忆中最糟糕的股市经历之一，所以富勒顿就将这次股市危机与1937年和1942年那两次做了比较。“那个时候我们还处在第二次世界大战期间，我们是在赔钱。那时候的利润税非常高，我们在执行价格控制和限额制，而且我们从前的国际业务市场对美国的公司也都关闭了。这样的比较让我们正确地看清了形势。幸运的是，我的时机掌握得正好！”这份报告出来之后没几天，股价就开始攀升，当然了，最终攀升得很高。

对投资者来说，共同基金公司的管理方法是一种完全不同的服务，其中包括挑选共同基金的董事，并且为其提供有效执行职责所必需的信

息。共同基金公司必须有独立的董事，但是在许多组织里，这种独立程度并不是很明显。尽管董事的挑选由其他独立董事的提名决定，但是负责这个基金公司的经理对考虑谁来当这个董事往往有很大的影响力。（基金管理公司很清楚有个“合作的”董事的优越性，而且在一些基金公司，一个董事的年总收入有50多万美元。鉴于这些实际情况，任人唯亲的风险显而易见。）

与此形成鲜明对照的是，资本集团挑选基金董事的方法一直是行业中标准最高的。这种传统一直追溯到JBL最早领导的共同基金公司的工作中。洛夫莱斯认识杰出的人才，因此，在他的领导下，由资本集团管理的共同基金公司的董事中一直都包括洛杉矶商业界的精英。JBL坚信，拥有强有力的、真正独立的董事非常重要，而且必须将所有具有潜在重要性的事情及时地向他们通报，这样他们就会信息灵通，就会把问题提到点子上，就会坚持得到关于管理方面的让他们满意的答复。资本集团需要有经验的人才，这些人明白管理和经营之间的区别。资本集团不想让董事们讨论个人的股票或者决策等事宜[注]，因为那属于经营范畴。后来，是JL想出了这样的主意：共同基金公司的董事不由管理公司选出——尽管大多数共同基金公司都这么做，而是由已经在每个共同基金公司的董事会上任职的独立董事来选择（资本集团应该受到赞誉，因为美国证券交易委员会现在要求必须经过这个程序）。[注]

资本集团致力于为长期投资者考虑长远的利益。公司在这方面的努力体现在许多方面：在引进新产品方面富有创造力的保守做法，在投资上一贯坚持“踏实走路”的观点，信息含量大的一直以长期观点执行的报告制度，一贯为投资者提供优质的服务，一直压低成本、减少资本收益税、管理收费低。

资本集团将等待股价下跌之后再组建一个新的共同基金公司，这样，在新公司成立日投资的投资者就会取得好结果。有些经纪人的做法是当股市对某种投资的需求高涨时就计划出售产品，因而抱怨资本集团

的这种“假仁假义”的态度。比如，自1986年以来，资本集团就一直为机构投资者经营着新兴市场的证券投资组合，而且收益很高[注]，但是经纪人都缠住资本集团的经理们，问这种共同基金公司个人投资者什么时候能够做，而他们所得到的回答总是现在还不能期待公众完全理解在发展中国家投资的巨大风险。因此，尽管资本国际公司是新兴市场机构投资行业中最大的管理公司，而且遥遥领先，但是在1997年年初，资本集团仍决定暂不在新兴市场上成立个人投资的共同基金公司。公司担心这种投资可能过于畅销而以后会引发投资者的失望，因为在新兴市场上投资存在投资价值发生重大变化的风险。[注]

接着，共同基金公司在新兴市场自1993年年末以来每年平均亏损10%（总共亏损了50%以上）之后，在1999年，资本集团[注]准备启动一个在新兴市场上投资的零售共同基金公司。在市场处于最低迷的状态时，资本集团开办了新世界基金公司[注]，包含了新兴市场的债券和总部设在发达国家并在新兴市场上有大量生意的国际大公司的股票。

资本集团有一个为人熟知的业务策略，即不做其他共同基金管理公司能做的业务。早在1974年，JL就决定在提供货币市场基金上不步富达公司和德雷弗斯公司的后尘，或者说不与之竞争，部分原因是他不想鼓励资本集团的投资者在市场可能低迷且确实证明了低迷的时候撤出投资，主要原因是，他觉得资本集团当时在货币市场基金管理业务上并没有特殊的竞争力[注]（其他管理公司也没有表现出多大的优势，但是他们还是开展了这方面的业务）。当股价开始回升之后，资本集团开发了具体的业务技能，也提供了货币市场基金。

资本集团的谨慎态度具有明显的积极意义。“资本集团的一个真正的独特优点就是我们从来不需要向经纪人道歉，更重要的是，我们的经纪人也从来不需要向他们的投资者道歉。”沃利·斯特恩（Wally Stern）说（见第十章）。

和所有的投资管理公司一样，资本集团也由两个完全不同的信条组成：商业信条和职业信条。“我们一直努力将职业信条摆在商业信条的前面，”比尔·赫特解释说，“从广义上讲，有4种被广泛承认的职业：律师，他让你不惹麻烦或者帮你摆脱麻烦；牧师，他帮助你寻找和信守宗教；教师，他教你如何学习和理解；医生，他让你好好地活着、保持健康。我们认为此外还有第5种职业：帮助个人投资者理财并理顺他们和金钱的关系。”

1995年，戴夫·肖特（Dave Short）注和凯文·克利福德（Kevin Clifford）注这两个年轻人被认定有能力领导和发展业务，并能够开发一些必要的替代方法取代美国基金发售人公司长期坚持的努力方向，即只有一种股票类别的共同基金公司。正如沃德·毕晓普经常挂在嘴边的那样：“我们可以探索任何方向的替代方法，但是有一个例外：我们的股票类别绝不会超过一种！”许多年来，这种业务策略不仅对美国基金发售人公司来说行之有效，对于长期投资者来说也是如此。

20世纪40~70年代，经纪人和投资者通常都享受一种“A级”基金份额的良好服务，所交的销售费也只有一种。所有的投资者如果想在A级基金份额上获得比其他类型的基金份额更好的收益，只需长期持有这些基金份额，因为资本集团的低收费在10年之内能让他们省下足够的资金对冲销售费用。这种认识是资本集团不收附加费决定的重要内涵，也是资本集团排除一系列不明智的共同基金公司定价创新做法的坚实基础。但是市场上的重大变化改变了现实，也使资本集团必须做出相应的变化。

罗滕伯格在洛杉矶请肖特和克利福德吃晚餐，并告诉了他们这个好消息：尽管他们分别只有38岁和42岁，但是他们将被任命为美国基金发售人公司的董事长、总裁和联合首席执行官。克利福德十分高兴，肖特却感到惊愕。

克利福德喜欢洛杉矶，肖特却是地地道道的匹兹堡人，如果被迫搬

到南加州，那会令他十分痛苦。罗滕伯格让这种紧张感在肖特的脑海里先停留了几分钟，然后给了他一句实在话：现在的技术和通信工具这么发达，肖特可以在任何地点行使他销售经理的职责，包括在匹兹堡。他不必非得搬到洛杉矶工作。

作为美国基金发售人公司的新领导者，肖特和克利福德有许多重要的工作要做。通信技术并不是唯一发生变化的领域。共同基金公司的销售工作也在变化，所以美国基金发售人公司也需要变化。股票经纪人正以越来越快的速度转移到一种不同的商务模式中。[注]在新的模式中，经纪人提供咨询收费，提供的交易则免费，而在原来的模式中，经纪人提供的交易收费，提供的咨询则免费。随着行业的转变，美国基金发售人公司坚持单一股票类别的做法已经从“明智”变成了“浪费”。美国基金发售人公司似乎在努力取得一场代价惨重的胜利（一场不值得赢的胜利），因为美国基金发售人公司在共同基金公司业务缩小速度最快的销售渠道所占的份额最多。

“太标准化的营销战略在自由和竞争的市场上根本行不通。”罗滕伯格承认。他指出，经纪人正在将销售分流到其他共同基金公司，因为那些公司提供了几种不同类型的股票和几种不同种类的销售收费方法。三个人都知道他们需要进行重大改革。从机构投资业务调转回来帮助经营共同基金公司业务的罗滕伯格问他的两个助手：“你们说要取得真正的成功需要做什么？”罗滕伯格还制定了一项关键的决策规则：新的定价安排对公司现在的投资者必须公平。

罗滕伯格私下里对肖特和克利福德说，对于现有的投资者、经纪人和新的投资者来说没有简单的答案是真正对的，所以他们应该早点儿去请沙纳汉参与制定解决方法。罗滕伯格知道沙纳汉不直截了当的、苏格拉底式的、一个问题接一个问题的提问方法需要时间。[注]

经过好几个月的分析和电脑模拟，从各个角度来看待这些选择，他

们终于在一系列替代方法上达成了一致。美国基金公司从1个定价结构发展到了14个定价结构，涵盖了复杂的共同基金市场的每个重要部分：大学学费储蓄计划4个、退休金计划5个、零售计划4个、理财规划者计划1个。[注]“我从来没有意识到公平是这么难做到的。”克利福德向乔恩·洛夫莱斯袒露心声。洛夫莱斯简短地回答道：“是的，通常是很难做到。”

良好的投资结果和几种不同的定价迎合不同投资者的偏好，这两件工作结合在一起来做效果良好。“据报道，在过去10年中，我们是本行业发展最快的共同基金经营公司之一。”罗滕伯格既骄傲又不喜形于色地说，“1987年我们排名第14位，今天我们排名第3位[注]，而且我们并没有怎么轰轰烈烈地做。我们共同基金公司的发展超出了所有人的预料，因为我们的服务质量和投资结果都十分出色，因为我们得到了销售共同基金的经纪人的强大支持。”资本集团目前在共同基金的销售方面所占的市场份额最大。

为了吸引和留住杰出的股票经纪人、让他们按照恰当的方式和投资者完成很好的合作（要年复一年地，尤其是在股市低迷期间更要这样做），资本集团认为经纪人必须得到相当高的报酬。[注]当共同基金公司的整体销售减缓下来时（当股价下跌时，共同基金公司的销售总会减缓），美国基金发售人公司具有规律性的、稳步的销售却能够获得越来越多的市场份额。

“1987年股价暴跌对美国基金发售人公司的销售来说十分重要，因为美国基金绝对信守了承诺，”克利福德说，“对手们遭受损失是因为他们推出了许多短期产品，比如封闭式共同基金和短期的多市场信托项目，这些项目短期来看也许很好，长期来看却根本不可能成功。

“我们根本不会提出这样的项目：从一个8盎司重的橙子里榨出12盎司的橙汁来。资本集团的职业投资人说过，他们根本想象不出这些产品

怎么能够产生良好的长期效果。关键在于这样一个问题：投资者自己不能做到的事情，我们能帮他做到吗？”

资本集团与投资者和股票经纪人的工作合同中的一个重要方面是，资本集团锲而不舍地努力赢得他们的信任、增强他们的信心。正如霍洛韦所说的那样：“我们对他们从来都信守承诺。这非常重要，甚至比今天高额报酬的金钱刺激还重要，尤其是对我们的投资者和与我们长期合作的股票经纪人来说更为重要。从最长远的观点来看，这些方面做得好的人确实能够胜出。”[注]美国基金发售人公司的赎回率或者共同基金公司投资者的流失率通常不到行业平均数的一半。行业的平均数为25%，美国基金发售人公司的平均数为12%。[注]

资本集团的共同基金业务增长靠的是向投资者提供长期稳定的投资结果，靠的是开发旨在为经纪人[注]和理财规划师服务的强大的销售和服务组织，靠的是把共同基金公司的年度经营费用保持得很低。资本集团的共同基金公司的年度经营费用率通常只有行业平均数的一半。[注]罗滕伯格解释说：“我们的共同基金公司的费用率最早是在20世纪30年代制定的，我们所有各类基金公司内部的价格都是一致的。所以边际资产上的边际费用非常低——对美国投资公司来说还不到0.25%。”

资本集团十分看重自己的低费用率[注]，列举了行业平均数与自己的几家共同基金公司在A级股票上的差异，具体见表7–1。对长期购买和持有的投资者来说，这些小额差异累计起来就会变得相当可观。

表7–1 与行业标准的差异（单位：%）

	美国基金公司①	行业平均数	差　额
美国共同基金公司	0.58	1.43	0.85
美国收入基金公司	0.61	1.34	0.73
美国投资公司	0.56	1.43	0.87
华盛顿共同基金公司	0.64	1.43	0.79
美国增长基金公司	0.72	1.51	0.79
新视野基金	0.79	1.83	1.04
美国资本基金公司	0.69	1.51	0.82
欧太增长基金	0.90	1.92	1.02
基本投资者公司	0.63	1.43	0.80

注：①包括12（b）–1费用的25%。

1988年，随着12（b）–1项目的引进[注]，对资本集团和美国基金公司的独立董事们来说，如何恰当地实施成了燃眉之急［12（b）–1项目取自美国证券交易委员会的一条规则，该规则允许共同基金公司给那些为鼓励投资者保留其在共同基金公司的投资而提供连续性服务的经纪人和交易人支付年度服务费］。[注]在12（b）–1项目实施之前，经纪人通过销售费或者“附加费”一次性地获得全部报酬，从而没有动力继续为投资者服务，也不会想方设法鼓励投资人留在自己的阵营里。事实上，经纪人还因为说服投资者从一个共同基金公司转向另一个共同基金公司而得到奖励。对玩世不恭的经纪人来说，他们的目的就是鼓励投资者尽可能多地更换基金公司，这样他们就可以因买进一只新的基金而得到更多的销售费，而且循环往复地去做。频繁地更换基金公司多半会伤害投资者。他们离开一个似乎表现不佳的基金，通常是因为这只股票一直落后于整个股市，然后买进一个似乎表现良好的基金，因为这只股票一直领先于股市。不幸的是，这么做的结果往往产生双倍的损失：投资者卖出去的价格很低，买进来的价格却很高。行业数据表明，投资者更换基金要损失他们一直持有一只基金时所获收益的1/3。

启用12（b）–1项目（在这一项目中，只要投资者留在原来的共同基金公司，股票经纪人就会得到0.25%的年服务费[注]）完全改变了共同

基金公司行业的概念。在12（b）–1项目中，只要投资人继续投资原来的基金，股票经纪人每年就可以得到服务费。股票经纪人因此有了很大的动力，将合适的基金长期卖给某个投资人然后为其提供服务，目的是让他留住资金不动。

一开始，最大的股票经纪人公司将12（b）–1项目付诸实践时费了很大的力气。他们从投资记录较差的较小的共同基金公司开始，这样对他们说：“知道吗，我们有可能完全停止销售你们的基金。但是我们也许还能给你们提供最后一个机会。假如你们能够设立12（b）–1项目，我们或许还会继续销售你们的基金。”在这种形势下，业绩较差的共同基金公司别无选择只能同意这么做。现在，这成了行业标准。

12（b）–1项目给经纪人的年付款额[注]由共同基金公司支付，公司同时提高费用率，这个成本由公司的全体投资者承担。从长远的观点来看，12（b）–1项目这种跟踪式的付费法鼓励了投资者和股票经纪人之间更亲密的、长期的关系。这应该使投资者的行为更加稳定，尤其是当股市出现重大的压力点时更会使投资者的行为稳定。而投资者的这种稳定对投资于共同基金公司的每个人都有好处。

资本集团认真地研究了12（b）–1项目，认定它可以也应该在这个重大的定价问题上起全行业排头兵的作用。资本集团决定，服务费的上限应该定在0.25%[注]，如果超过上限，将由公司的投资者承担。
12（b）–1项目服务费可以被购买新产品（以及当前股东的追加投资）的较低销售费抵消。资本集团将最初的销售费从8.5%[注]降到了5.75%，并且完全取消了100万美元以上投资的销售费，以及大多数401（k）退休计划中的销售费。

“共同基金公司在投资者服务项目上和保留金上所支付的12（b）–1项目费用比连续经营同类资产的管理费还要高，”罗滕伯格说，“这些服务费对共同基金公司的销售强人来说累积起来会是个很大的数目，每年

可达到20万~25万美元，而且，只要经纪人坚持得很好，这种收入会年复一年地进入他个人的账户。我们和我们的批发商向股票经纪人一直强调的正是这一点。”

---

1. 一方面是因为2/3的投资管理公司在典型的年份达不到市场的平均指数，另一方面是因为表现差的程度超过了表现好的程度。

2. 有了不起的飞行员的航空公司竞争不过那些讲究顾客服务的航空公司，这也是出于同一个原因：客户选择哪家航空公司是根据他们的理解和判断，而享受到良好的服务的乐趣是最容易理解和判断的。

3. 一位在日内瓦做过许多管理工作的电脑系统专家发现了这一点，他认识到该银行的问题十分严重，认为必须立即采取措施予以纠正。进一步的调查发现了更多的问题。

4. “戴绿眼罩”暗指这类工作是烦琐的案头工作，从事这类工作者通常会佩戴一副保护眼睛不受刺激的绿色眼罩。——编者注

5. 柯比招聘的人才中有吉姆·拉茨拉夫（Jim Ratzlaff）。拉茨拉夫1961年从海军陆战队退役后加入了美国证券交易商协会，在华盛顿任研究员，他也曾在乔治·华盛顿大学的夜校学习法律。“我在证券交易商协会的上司特意让我和妻子去机场迎接来协会开会的鲍勃·柯比。几年之后，随着我们友谊的增进，鲍勃说：‘如果你什么时候决定离开美国证券交易商协会，就告诉我一声。你该去的地方可能就是资本集团。’几年之后，我就来到洛杉矶和鲍勃·柯比一起工作了。”

6. 经手现金交易的设施需要极高的安全性。保证安全、防止偷盗的传统方法就是建筑带有坚固厚重的钢筋的防护网。很自然，在大多数经手现金和证券的公司里，这种房间被恰如其分地称为“笼子”。

7. 柯比持有投资人的资格证书（见第八章），本可以利用这些文凭和资格证书来让资本集团的职业投资人接受他。然而，他十分警觉地发现投资公司里经常发生投资人和管理者之间的帮派斗争。（注：鲍勃·柯比1998年去世，但是他说过的那些话至今让人记忆犹新，因为今天他在资本集团里好像依然存在，使用过去时态似乎显得有些做作。）

8. 科尔曼·莫顿早些时候也提出过这个建议。

9. 鲍勃·柯比建立并管理了一个有效的“目标管理项目”。正如一位同事所讲：“鲍勃退休之后，我们才意识到我们必须做鲍勃过去一直做的事情：认真地审查每个人和自己目标相关的实际结果。当我们意识到这里的工作量庞大时，我们不得不休会几天，并给每个人同样百分比的奖金，一直到我们的管理达到一定的水平，到了鲍勃过去所制定的标准：认真地审查每个人的实际成就并按其成就给予报酬。”

10. 由投资者管理公司所发起的。

11. 在20世纪60年代所使用的以纸张为基础的系统里，代表买方的经纪人和代表卖方的经纪人有4个工作日交割现金或者债券，从而完成原先达成的交易。如果卖方的经纪人未能交割债券，这个经纪人就不能得到现金支付，但是还要支付客户所期待的现金额。偶尔发生未能交割现象不算大问题，但是当现金数额暴涨、未能交割现象骤增时，问题就严重了。一些经纪人用自己的资金也弥补不了这个差额，因而被弄得破了产。对另一些经纪人来说，这也是一个非常痛苦、代价高昂的烂摊子，得花好几个月才能将其厘清。

12. 共同基金公司投资者程序处理业务并非受到损害的唯一部门。银行为公司和公共养老金服务的通用信托和监管业务部门的大量工作，由于没有计算机处理工具，几年之后不得不放弃。

13. 搬迁到布雷这一举动为全世界投资人及投资者服务公司开创了一种开辟新办事处的模式。在20世纪90年代，设立办事处的地方有得克萨斯州的圣安东尼奥、弗吉尼亚州的诺福克和印第安纳州的印第安纳波利斯。

14. 加利福尼亚州的员工流动率最低。员工流动率最高的是弗吉尼亚州的汉普敦罗兹，为13%，那是由诺福克美国海军基地海军家属人员的频繁调动造成的。“具有讽刺意味的是，”韦斯说，“尽管美国基金服务公司设有人才推荐奖金，但是员工并不愿意推荐自己的朋友，因为他们知道资本集团的聘用标准非常高，而且他们也认识到他们的许多朋友不会被美国基金服务公司所接受。”低人员调整率是通过认真的努力取得的：在公司15年前搬迁到郊区布雷之前，公司的员工流动率还接近“行业的平均数”。

15. 1976年，蒂姆·韦斯从卡尔州立大学英语专业毕业。“我根本没有听说过资本集团或者美国基金服务公司，但是我得找工作，而且很幸运来到了美国基金公司的信息运作部（资本集团数据系统部）工作，做汇总各方面意见的工作，主要是帮助协调终端使用者和生产者之间的联系和合作，因为一些可以理解的原因，许多公司内部这两者之间的关系都处理得不好。对我来说，这真是一见钟情：这里就像一个大家庭，而且给了我展示自我的机会。”1987年，韦斯成为美国基金服务公司的总裁。

16. 凯文·克利福德。

17. 1973~1974年，即股市最低迷的最后两年，富勒顿也担任了投资公司协会的主席，这是一个共同基金贸易协会。《美国与世界新闻报道》写道，富勒顿非常适合这个工作，因为他富有（也必须有）幽默感。在他之前，查克·希姆普和鲍勃·柯比也担任过该职。在21世纪初担任该职的是保罗·哈加（Paul Haaga）。

18. 斯坦福商学院的教授杰克·麦克唐纳回忆说：“20世纪70年代中期，当我加入美国投资公司的董事会成为最年轻的董事时，时任名誉董事的JBL总是谆谆教诲我，告诉我董事如何做才能给共同基金公司和投资者们做出最大的贡献。我清楚地记得，在1976年的一次董事会上，一位董事对在某个半导体公司的某项投资持批评态度，认为那家公司当时的循环周期太短了。坐在我右侧的JBL小声对我说：‘他的讲话尽管充满了诚意，但是对于必须做出决定的证券投资组合顾问来说没有多少帮助。’他的话给我留下了深刻的印象。我希望共同基金公司里的每一位董事都能够有一个像JBL这样充满智慧和经验的导师。”

19. 许多年来，鲍勃·柯比、乔恩·洛夫莱斯和吉姆·拉茨拉夫都是给予共同基金公司的董事们力量并与之工作的关键人物。

20. SmartMoney，1999年3月。

21. 即使在资本国际公司提供的供机构投资的新兴市场增长基金公司里，每年可供投资者购买的新的股份也十分有限。

22. 资本研究与管理公司。

23. 执行领导人是罗布·洛夫莱斯和马克·丹宁。

24. 帕特·布朗州长领导下的加利福尼亚储蓄与贷款委员会副专员阿布纳·戈尔茨坦1966年加入了资本集团，帮助建立了资本集团数据系统，接着提倡并领导开发了固定收入投资管理项目。

25. 戴夫·肖特在匹茨堡长大，曾在约翰·卡罗尔大学学习传媒，并在学校的社团担任理事。在联合证券公司工作了几年之后，他于1985年加入了美国基金发售人公司，担任批发商。

26. “1981年，我在芝加哥给一个承包商打工，”从沃巴什学院毕业的凯文·克利福德（现在他在该校担任理事）说，“格雷厄姆·霍洛韦在寻找年轻人充实日趋老龄化的批发商团队，而且吉姆·斯金纳想放弃他9个州的地盘，因此，爱德华·琼斯公司的加里·雷米就推荐了我。当时，美国基金发售人公司想雇用5个人来进行为期3周的培训项目（批发商的正式培训项目现在需要4个月）。我知道我非常感兴趣，但是有一个大问题：我当时正准备结婚，培训项目开始的那天正好和我开始度蜜月的时间撞车。所以我对格雷厄姆说：‘让我看看我能成为一个什么样的批发商。’然后我就打电话建议我的未婚妻：‘我们的蜜月推迟几个星期怎么样？干脆我们去夏威夷，不去坎昆岛了。’”

27. 资本集团从经验中知道，销售费被看作重要的收入，所以一些经纪人公司（尤其是这些公司的高级管理层）试图贬低美国基金公司。（当比尔·赫特在添惠公司担任高管时，他承认：“我知道那就是我们的感受，尽管不对，但是我们在添惠公司就曾试图这么做。”）在20世纪70年代，资本集团考虑从销售费（给做销售的股票经纪人支付销售费）转移到没有销售费的状态。吉姆·富勒顿决定不改变，因为他觉得自己有义务在任何时候都做得十分正确，而且他在资本集团德高望重，在业务讨论时，总是能把问题提到点子上。他想保留销售费的部分原因是，基于投资者在股市动荡期间需要一个沉着冷静的顾问。这就意味着投资者应该向这样的投资顾问支付较高的费用。然而，以10年来看，美国基金公司里投资者的总费用（当最初的销售费用按期分摊并且与公司很低的年度经营费用和开支加在一起时）比大多数不收销售费的共同基金公司的年度费用和支出要低。

28. 罗滕伯格还建议他的同事早点儿和吉姆·拉茨拉夫和保罗·哈加确定时间表，在共同基金公司的董事们提出任何问题之前就应该定好时间。

29. 7年之后B股更换到了A股，能够在B股投资的款项限制在10万美元。401（k）购买或者超过100万美元的销售不收取销售费。

30.　1974年，美国基金发售人公司的总销售额仅为7 500万美元。2002年，7 500万美元的销售额每两三天就能做到，全年的销售额超过了700亿美元。

31.　每年销售四五亿美元基金股票的交易人被认为做得很好，还有一些交易人（2001年有9个）每年的共同基金公司股票销售额竟然高达10亿美元。

32.　“当投资者经营公司变成公开上市公司时，JL一定会有些担心，”比尔·赫特回忆说，“当道格·弗莱彻花5万美元买下了这家经营公司（尽管他和洛夫莱斯一起去教堂做礼拜之后他征求洛夫莱斯的意见时，洛夫莱斯提醒他进入共同基金公司行业一定要小心）时，该共同基金公司所经营的资产仅为200万美元。几年之后，弗莱彻在公司中自己经营的那部分在市场上估价曾一度超过4 000万美元。他一直都是新闻人物。

“对JL来说这一定很难接受，因为企业基金公司的绝大多数投资人都做得不是很好，事实上他们做得相当糟糕。对JL来说，这可不能接受。”

企业基金公司是投资者经营公司所创办的主要共同基金公司。尽管在广告中称自己为“高业绩”共同基金公司，但是投在企业基金公司里的美元回报远远低于股市的平均数。

33.　当美国基金公司里的平均投资者在一项基金中拥有2万多美元、投资总数为4万美元时，就拥有了两项美国基金。因为他们和其他共同基金公司的基金种类相同，所以他们在共同基金公司中的总投资额通常为75 000美元。

34.　与原来的80∶20规定不同，美国基金发售人公司71%的销售来自销售美国基金的17%的经纪人。

35.　比如，比美国投资公司大不到25%的富达公司的Magellan基金，其经营费用却是前者的3倍。

36.　美国基金公司低费用率的部分原因是公司的规模很大，因为费用率是用全部费用除以全部资产得来的。

37.　格雷厄姆·霍洛韦被认为是12（b）–1项目的策划者。

38.　在宾夕法尼亚大学攻读工商管理硕士和法理学博士连读项目期间，保罗·哈加业余时间曾在惠灵顿为杰克·博格尔打工（每小时6美元），主要是写招股说明书和投资者报告。毕业之后，他于1974~1977年在华盛顿美国证券交易委员会工作，后来加入德克特–普赖斯–罗兹公司并成为合伙人。1985年，当吉姆·拉茨拉夫听说哈加可能离开时，就对他说：‘如果你决定离开私营企业，你可以来我们资本集团谈谈。’哈加已经有两个兄弟在洛杉矶生活，所以到西海岸生活这个想法“不是不可以考虑”。哈加1985年加入了资本集团。

39.　引进12（b）–1项目时，资本集团向新投资者收费25%，向现有的投资者收费15%。

40.　根据公司和公司业务的不同，经纪人只要是在某个投资者账户上“有记录的经纪人”，就可以获得25%中的35%~90%。

41.　作为“过渡”，基金公司只支付给老投资者少于0.15%的费用，而在新的资产上支付0.25%。美国基金公司提出了这个模式。之后一直被沿用，现在这个模式已经被美国证券交易商协会确立，成为最高销售收费的规则。

42. 在20世纪50年代，8.5%的费用完全是有原因的，因为当时的经纪人将小额账户引进共同基金公司时可以从1万美元的投资额中得到400美元的好处。

第八章
并购和新创公司

给读者的提示

公司并购的记录并不是很好，许多支付的价格回过头来看时往往都太高。情况都是这样，所谓的战略协同现象根本看不到，因为许多收购其实就是销售。收购的发起者就是想撤出来的、知道内情的销售者，而不是精明的、信息灵通的购买者。收购之所以失败（大多数收购确实都以失败告终），是因为其发起人与其说是基于理性的判断，不如说是情感使然。在投资管理领域，公司并购的记录尤其糟糕。

然而，资本集团却进行了几次极为成功的收购，之所以成功，就是因为资本集团在收购时理性行事，因为当别的公司仓皇应对市场短期不景气造成的严重压抑时，资本集团却准备寻找和认识长期价值，还因为资本集团有充足的资源可以供其以优惠的价格成功实现收购。

此外，资本集团总会使自己成为受青睐的购买者，因为资本集团能让合作伙伴充满信任和信心，使他们认为加入资本集团对他们来说将前程似锦。人们相信，资本集团能够忠实地为共同基金公司的投资者们服务，即使在最艰难的时候也是如此，这种信任已经证明具有决定性的意义。即使收购没有完成，关键的人才也会加入资本集团。

资本集团成功的收购有如下特点：优惠的金融条款和适度地动用资本、鲜明的战略互补性、组织结构的完全一体化。

资本集团在发展壮大的过程中并非所有的努力都有成效，有些措施失败了，但是有些措施的成功超出了所有人的预料。

资本集团最大的收购项目一开始就失败了，而公司最失败的新创公司开始的时候却呈现出一片光明，还有一个预期非常成功的风险资本项目还好没有机会得以启动。

1963年，当旧金山的公共福利共同基金集团公司有可能卖出时[注]，该公司的鲍勃·柯比邀请资本集团的查克·希姆普到旧金山赴午餐会。在接下来的几个星期里，两个人经过多次谈话，都看到了强强联手的前景：资本集团在投资方面的优势可以和公共福利共同基金公司在监管和投资者服务方面的优势结合在一起。

柯比和希姆普确信，这种强强联合肯定是件好事，但是典型的北加州狭隘地方主义成了最大的障碍。作为公共福利公司的大股东、旧金山企业界泰山北斗的沃尔多·科尔曼不能容忍将他旧金山的这家宝贝公司并入洛杉矶的一家公司。这样，资本集团就没戏了。

这完全出乎公共福利基金公司总裁柯比[注]的预料，柯比一直认为他被授权可以完成与JBL的最后谈判。

旧金山企业界的消防员基金保险公司突然从天而降。消防员基金保险公司的总裁决心收购公共福利公司并打进投资管理行业[注]，目的就是像其他公司管理耶鲁大学、哈佛大学和麻省理工学院捐赠款项那样管理斯坦福大学的捐赠款项，然后建立一个管理公司养老金和共同基金的营利实体。[注]消防员基金保险公司以零费用赢得了斯坦福大学的账户。

“当公共福利公司被卖给消防员基金保险公司时，”柯比说，“我立即辞去了总裁职务。没有新的工作，甚至连我的计划都没有向资本集团提出，我给乔纳森·贝尔·洛夫莱斯打电话。他立刻问我：‘你什么时候能

来洛杉矶？’”柯比将在资本集团扮演一个关键角色，开发公司最大的投资者服务组织（见第七章）。11年之后（1975年），即共同基金行业进行新一轮的复杂的结构调整期间，他还将立一次大功，那就是将公共福利基金公司和资本集团合并在一起。

消防员基金保险公司收购公共福利公司两年后，美国运通公司收购了消防员基金保险公司，并将其共同基金公司更名为美国运通基金公司。接着，作为生产线延长战略的一部分，美国运通公司开办了美国运通特殊基金公司。这是一个“进取型增长”基金项目，重点投资放在了非流动的私募和特殊情况上。

许多保守的投资者没有意识到他们要进入的投资领域风险很高，他们天真地相信了美国运通的声誉，赌博性地买进了美国运通特殊基金，可是此时糟糕的熊市正悄然逼近。美国运通特殊基金公司的投资表现非但不好，可谓相当糟糕。在股市的艰难时期经过了几年的糟糕投资表现之后，到1974年，美国运通基金出现了严重的赎回现象，投资者都愤怒地将资金抽走了。

对很注重自身形象的美国运通公司来说更糟糕的是，该基金公司糟糕的投资表现产生的坏名声有可能损害美国运通绿卡的对外形象。（有些投资者不满糟糕的投资表现，将他们手里的美国运通绿卡剪碎，将碎片连同他们在共同基金公司的委托书都邮寄到美国运通公司。）另一个担心是投资者将向基金管理人提起颇具攻击性的集体诉讼。[注]如果美国运通公司或者美国运通基金公司被起诉，公司的形象肯定会受到损害。

美国运通公司决定采取果断的行动保护自己重要的形象和信誉。最快的解脱方法就是将基金公司卖给另一家共同基金经营公司。美国运通公司是经典的“具有很大动力的”卖方，而由柯比占据主要地位的资本集团是很明显的潜在兼并方。

美国运通公司必须将信息悄悄地传递给资本集团，方法还要得体。

幸运的是，美国运通公司有一个便利的秘密渠道，因为作为公司整体的金融服务多样化战略的一个部分，该公司在唐纳森–勒夫金–詹雷特证券公司也拥有很大份额的股份。该证券公司和资本集团有股票经纪人业务往来，所以，美国运通公司的总裁就请唐纳森–勒夫金–詹雷特公司的总裁[注]做中间人，让他问资本集团的总裁鲍勃·埃格尔斯顿是否有意购买美国运通公司的共同基金公司。[注]

这个问题回答起来并不容易，至少在1974年年末对资本集团来说是这样，因为资本集团（以及其他共同基金公司）正处在经济困境之中。共同基金公司的新销售额为零。由于股市完全处在低迷的熊市，基金资产以及投资管理费用大幅度下降。因为大部分成本是固定的，所以资本集团的经营刚刚保本，可是后来一连几个月出现了亏损。此外，业务上的严重滑坡使得资本集团股票价格下跌，这让美洲银行开始向一些新的、年轻的所有者下达还款通知书，因为这些人一直在向该银行贷款[注]以购买资本集团的股票，他们几乎没有积蓄还款。如果决定将美国运通公司的提议弃之不理，那也无可厚非，尤其对像资本集团这样聚焦长期投资的公司更是这样。

对美国运通公司来说很幸运的是，柯比处在高级管理者的位置，而且从他长期在公共福利公司的经历来说，他非常了解改头换面的美国运通基金公司的实际情况。他在资本集团也颇受尊重，而且资本集团积累了充足的储备并准备闯过一场风暴，因为资本集团认识到这是一次给自己低成本地迅速增加资产的绝好机会。

资本集团只用了1美元就收购了美国运通共同基金管理公司，开始负责管理7亿美元，其中包括斯坦福大学的捐赠款。同样重要的是，资本集团得到了一批投资业的精英人物[注]和在旧金山的投资运作资格。现在回过头来看，当时的时机掌握得几乎完美无缺。收购协定最后敲定下来的时候正是长期熊市的末期，因而它成为资本集团投资历史上的一个经典案例：在价格疲软期买进长期投资不被看好的价值。

1978年，安科共同基金集团公司的购买条件更为优越：在吸收资产的同时无须接收该公司的员工或者承担该公司的费用。在一个星期四的晚上，安科集团公司的总裁约翰·海尔给吉姆·富勒顿打电话（两人曾在共同基金行业协会的投资公司协会共事），对他说：“我们的母公司全国人寿保险公司想撤出共同基金行业。”他说他觉得自己有责任保证共同基金公司投资者的利益，于是建议：“资本集团会经营好我们投资者的利益。你愿意接管过去吗？”

“我们愿意接管，而且确实接管了！”富勒顿回忆说。

资本集团买下安科集团公司的代价是以1美元加上1.2倍的账面价值再减去根据未来赎回率所做的调整价值（安科基金管理公司当时的账面价值几乎都是现金），而这个调整价值最后证明是相当可观的，几乎完全抵消了原来账面价格的溢价。只有一家基金，基本投资者基金仍作为单独的基金存在，其他基金都被兼并到了资本集团现有的基金中。

另两个可能进行的收购并没有发生。其中的一个有可能赚一笔。当时资本集团差点儿以550万美元的价格从唐纳森–勒夫金–詹雷特公司收购安联资本集团，但是安联资本集团当时的投资总监皮特·弗米利耶阻止了这次并购。（后来，安联资本集团成为公开上市公司，其市场价值比原来涨了100多倍。）

投资者监督服务公司也在被考虑之列，但是为时不久。资本集团的肯·马西森–格斯特和投资者监督服务公司的伯尼·科恩费尔德（Bernie Cornfeld）在瑞士日内瓦毗邻而居，因此，科恩费尔德很方便地与资本集团进行初步的接洽。但是，对投资者监督服务公司的账目进行了认真的检查之后，资本集团发现投资者监督服务公司仍欠共同基金销售人员大笔的应急款项，收购谈判很快化为泡影。[注]（当然，科恩费尔德华而不实、令人生厌的个人名声也是不利因素，和资本集团这样保守的企业谈判注定不会有多大的机会。[注]）

资本集团的另一个收购项目是在“基金家族之内”进行的。早在1969年，两个合伙人[注]就在康涅狄格州办起了格林威治基金管理公司，因为他们想在资本集团内发展自己的生意。他们打算经营更多类型的共同基金，因为他们认为资本集团里其他证券投资组合经理因太过保守而失去市场。资本集团除了支持这两个合伙人的公司[注]，还同意让他们的企业以不同的名字运营，可以独立经营，地点还可以设在东海岸，在地理位置上远离洛杉矶。这一举措有助于资本集团的业务多元化。资本集团同时还给倡导者赢得大量股权，以及为公司做出重大贡献的机会。

1969年，格林威治基金管理公司接手了一个进取型增长基金，而这个基金的主要吸引力就是其名字：美国增长基金（卖方得到了5年期无利息票据，价格仅为3万美元。该基金的资产仅为30万美元）。这个基金公司由于规模太小，已经没有指望经营下去，因为管理费用（管理费用总是从投资回报中减去）每年竟然占资产的8%！因为有这么大的不利因素，这个基金以现有的小规模经营不可能取得好的效果。但是，如果资产大幅增长，同样还是这些管理费用，按净资产的百分比计算却会大幅度下降，最终这些费用也就不会那么醒目了。而美国基金发售人公司就能够提供资产中所需要的增长部分。

18个月之后，格林威治基金管理公司又开始收购自己的第二个共同基金——美国收入基金。这次收购的目的还是跨越资本集团“从中间往下”的传统做法。

除了很吸引人的名字和低价购买外，美国增长基金还有一个吸引人的地方：给管理者追加所有投资收益中20%的奖金！[注]在这种奖金的鼓励下，格林威治基金管理公司的进取型投资风格产生了惊人的效果：1970年，美国增长基金是全美十大增长基金之一，1971年再次跻身前十位。

1973年却截然不同了，简直不可同日而语。如果说格林威治基金管

理公司通过给敬业的年轻人实现自己梦想的空间来鼓励创新精神，那么最后的结果并不是美梦，而是噩梦。股价下跌，而且随着小盘增长股的直线下跌，投资结果突然变得非常令人失望。1974年年末，格林威治基金管理公司被重新兼并回了母公司。

“进入增长基金市场，我们知道这会有风险，”沙纳汉回忆说，“尤其是当市场价格非常高时，风险更大，但是资本集团当时并没有进取型增长基金，所以关键人物十分想试一试。”资本集团有这样的历史，就是让那些有思想、信念和献身精神的人有机会实现自己的梦想。这可以追溯到JBL时代以及他对待企业和企业家们的做法。沙纳汉继续说：“我真的不认为JL期待什么巨大的成功，但是他很可能愿意执行由别人所做的这项决定，因为格林威治基金管理公司是一家单独的公司、有自己独立的名称，而且还在东海岸，太远了，不会对远在洛杉矶的资本集团造成什么危害。”

“后来，我们觉得格林威治基金管理公司的问题其实是我们自己的问题，”罗滕伯格解释说，“我们觉得问题该自己负责，因为他们想要的机会是我们给的。JBL南方绅士式的那种家长式的保护在资本集团里仍不鲜见。后来，我们认识到时机和环境对格林威治基金管理公司所采取的扩张式方法不利。此外，如果处理得不近人情肯定显得不合适：美国增长基金被合并到资本集团时只有1 500万美元的资产；[注]到20世纪末资产已经超过300亿美元，成为美国十大普通股共同基金之一。”[注]

买进格林威治基金管理公司只是一系列买进行动之一，其他的还有买进美国基金发售人公司（见第六章）和全部盘进那些参与了开办资本监护信托公司（见第九章）的合伙人的少数股权。格林威治基金管理公司并非唯一面临内爆式增长风险的企业。在欧洲，资本国际公司的基金减少到了仅剩500万美元[注]，但是在乔恩·洛夫莱斯的坚持下，这家基金仍在经营。资本集团在日内瓦进行国际运作遭受了许多年的损失之后，于1972年决定将资本国际公司（见第八章）50%的股份卖给大通曼哈顿

银行旗下的大通曼哈顿海外银行业公司。

另一个大型的投资机构尽管不属于资本集团，却在资本集团合伙人的投资风险资本上取得了可观的收益。

沙纳汉作为资本集团负责钢铁和技术股票的分析员聘用了吉姆·马丁（Jim Martin），请他到资本集团当技术分析员。注沙纳汉和马丁想到用投资风险资本的方式跟上重要的技术发展步伐。通过在小型高科技公司里工作的方法收购“知识资本”，可以帮助分析员从外部对大型公开上市公司估价。

1971年，当唐·瓦伦丁（Don Valentine）和戈登·拉塞尔（Gordon Russell）加入JBL的资本管理服务公司时，风险资本的投资就开始了。在帕洛阿尔托进行的一次晚餐长谈中，比尔·牛顿了解了瓦伦丁的专长、思维方式和对风险投资的憧憬。牛顿回忆说这给他留下了深刻的印象，还没等晚餐结束就确信无疑地得出了结论：“如果我们做风险投资的生意，我们就得找他了。”接着他笑着坦白地说，那天晚上长谈的细节他都记不得了，因为当他们离开饭店时，他们看见一个男子在殴打自己的妻子。“他在狠命地殴打她。当她摔倒在地时，我们心里就只有一个念头：阻止暴行和帮助那个女子。其他的东西都从脑袋里溜走了！”注

通过一系列的（几乎是没完没了的）会议之后，沙纳汉、瓦伦丁和马丁注提出了他们希望能够被接受的商务建议，并让牛顿将此建议拿到了董事会。“当然，”牛顿回忆说，“我准备得非常细致，我把非常有把握的、极有说服力的、文献详细的内容整理成文，准备在资本集团进行风险资本投资。”

申述报告得到热烈反应时，查克·希姆普却断然反对在资本集团内搞风险资本投资的业务。他态度坚决地表明了自己鲜明的立场：“除非我死了！”注

由于希姆普反对，这次董事会会议尽管有许多实际的想法，却无果而终，甚至还没等乔恩·洛夫莱斯发表对资本集团搞这种风险资本投资的担心，会议就草草收场。乔恩·洛夫莱斯所担心的是，如果这样做，资本集团的证券投资组合顾问和分析员就有可能偏离他们的主要职责：为投资者（其中的许多人都不是很富有）管理共同基金。在令人激动的新技术和新兴市场上通过尚未经过股市检验的未上市公司来搞风险投资，这是一门迥然不同的学问，离资本集团的业务宗旨相去甚远，因为资本集团关注的是经过深入调查的价值投资，投资的对象是公开上市的大公司。[注]资本集团同时还认识到，风险资本家的薪酬在结构、数量和确定方法上都与资本集团的薪酬迥然不同。

牛顿离开董事会会议时十分沮丧，觉得风险投资在资本集团肯定是没戏了，但是当他回到办公室时，电话铃声正在响个不停，打来电话的是JBL。“别让会议的讨论把你弄得情绪低落。查克有时候非常保守，他有时候说话并非完全出于本意。我认为我们的思路是正确的。”洛夫莱斯开导牛顿，理解希姆普并像希姆普那样看待风险资本投资固有的问题，这十分重要，这样他们就可以准备一个更有说服力的计划。

几个月之后，风险资本投资的话题又拿到了董事会上。这次临时会议被JBL用来达到他非常关注的两个目的：风险资本投资这个话题要得到充分、彻底的讨论，最终的决议要体现民主。与此同时，一向具有冒险精神的JBL用自己的钱做了两笔交易。[注]

风险资本投资再次提到日程上时，投票结果还存在分歧。希姆普再次投反对票，乔恩·洛夫莱斯弃权，他说仍然担心风险投资会使资本集团的分析员和证券投资组合顾问偏离为共同基金公司和资本监护信托公司的客户进行投资的首要任务。[注]董事们一致认为，资本集团不应该用客户的钱来进入风险投资领域。资本集团如果想搞这个项目，就应该用自己的钱在红杉公司[注]投资。但是资本集团能否做出必要的投资承诺呢？也许会。

在从外人那里募集资金之前，内部的倡导人（比如沙纳汉和牛顿）必须首先自己提供数目可观的启动资金。这么做并不容易，因为资本集团的职业投资人的薪水并不是特别高，而且此时正值股市最低迷的时期。JBL带头做起了投资人；沙纳汉、马丁和牛顿一起拿出了15 000美元；JBL做了些安排，从资本集团的公司基金中拿出了些钱，凑足了100万美元的最低限额。㊟

第一批投资并非都盈利了：第一个，彻底失败了；第二个，红杉公司仅赚回了本；第三个，在高级微设备公司的投资却极为成功。经过前三次投资，唐·瓦伦丁成为主要的投资管理者，瓦伦丁承担起了资本集团风险经营总负责人的角色，公司的名字也被改为红杉资本。㊟

最初为红杉资本募集资金的战略包括从资本监护信托公司的养老金客户募集资金。但是在1970年，大多数养老金基金公司已经不将风险资本投资看作合适的投资，他们对风险投资的第一个反应非常明确："绝对不行！"㊟

希姆普也是说到做到，对此予以强烈反对。作为资本监护信托公司的董事长，他不允许将这个概念推销给"他的"机构客户。就营销而言，牛顿和沙纳汉的支持失去意义，因为他们根本没有所需要的客户关系，所以要想召开一次听证会并且让大型机构投资者消除顾虑非常困难。第一个和很长时间内唯一的一个机构投资者就是福特基金会，该基金会投资了300万美元，并期待其他机构投资者也加入进来㊟，但是并没有后来者。

后来，资本监护信托公司的鲍勃·柯比踊跃地加入进来，他把许多大型机构介绍给瓦伦丁，并教他如何让风险资本的建议听起来具有说服力、能够被机构投资者接受。他们的联合努力十分奏效，但是好景不长，几个月之后仍没有其他机构加入，福特基金会觉得自己60%的参与数目过大，这本身就很欠考虑，因此几乎宣布撤出。幸运的是，通用电

气养老基金公司投资了300万美元，接着，美铝投资有限公司、阿莫科公司和耶鲁大学都加入进来，所以福特基金会也就打消了撤出的念头。注

正如瓦伦丁30年之后所说的那样：“假如没有鲍勃的指导并引介了机构投资者，就不会有红杉资本，也不会有思科或者雅虎！更不会有其他500家公司。”红杉资本已经成为美国最大、最成功的风险资本集团之一。想要参与红杉资本的投资者得“进行分配”，因为想参加红杉资本风险投资的已有和潜在投资者实在太多了。

那些对风险投资感兴趣的资本集团合伙人获得了相当大的成功，但是就如何在成熟公司投资的设想并没有实现。“我们这些热心人太天真了，”沙纳汉30年之后说，“我们认为在风险投资中可能学到的东西会转移到我们在成熟的公开上市公司的投资工作上，这简直是天真得要命。这两种投资真是有天壤之别！在资本集团里，我们的业务基础是投资管理费以及和投资者持续不断的关系，风险资本则完全是交易和买卖。差别真是太大了。”

---

1. 最终，有34家公司卷入这场并购。

2. 20世纪30年代末，柯比从斯坦福大学和斯坦福商学院毕业之后，曾加入为公共福利公司做投资管理和监理的北美证券公司当分析员。后来，他参与了1940年《投资公司法案》的各项规章制度的具体执行工作。1940年的法案是现代共同基金行业的基础，所以他熟谙共同基金行业的所有进出业务。数年前，面对公共福利公司的工作机会，他立即抓住，进入了当时被认为是最高层的管理行业。毕竟在20世纪30年代，投资界的人都被看作一群戴绿眼罩的家伙。加入资本集团之后，柯比发现身份的迹象被颠倒了。戴绿眼罩的人竟然是管理人员，而且这些管理人员还每天两次地用手工辛勤地计算共同基金公司的资产价值，这样投资者们就可以按照精确的价格追加投资或者赎回股票。管理人员坐在小办公区域的中央，分析员坐在可以看窗外风景的好地方。

3. 维克·帕拉契尼（Vic Parachini）解释说：“消防员基金保险公司以零费用争取到了斯坦福大学的捐赠款项目，希望能够成为知名的旗舰账户。这个账户被分配给我，我管理这个账户，后来到了资本集团，也管理了这个账户的一部分，一直持续了30年。

4. 耶鲁大学与捐赠款经营和研究公司联袂，哈佛大学与州立大街研究与管理公司联

袂，麻省理工学院与殖民经营公司联袂。

5. 经常由惹人注目的自我推销型诉讼人阿贝·波梅兰茨（Abe Pomerantz）提起。

6. 霍华德·克拉克是美国运通公司的总裁，威廉·唐纳森是唐纳森–勒夫金–詹雷特公司的总裁。

7. 当然，从法律角度讲，资本集团被请求购买的是经营公司，而不是共同基金公司。只有共同基金公司的独立董事才能批准执行董事会决议。斯坦福商学院的教授约翰·G·麦克唐纳当时担任美国运通公司的数家共同基金公司的“外聘董事”或者说独立董事，就此事他回忆说：“作为一名独立董事，我认定资本集团里有了不起的人才并且准备聘用美国运通投资管理公司里一些优秀的人才。由此而产生的结果就是经营我们共同基金的组织是一个锦上添花的投资公司，一个‘资本加号’公司。所以，对所有我作为独立董事的美国运通公司基金，我都积极支持让资本集团来做它们的新投资顾问公司。”

8. 以账面价值从银行贷款购买私营投资公司的普通股是当时行业确立的标准。

9. 包括乔治·米勒、维克托·帕拉契尼、鲍勃·奥唐奈和克劳迪娅·亨廷顿。

10. 投资者监督服务公司及其签订的销售项目声名狼藉，对整个共同基金行业的销售产生了多年的不利影响。

11. 具有讽刺意味的是，投资者监督服务公司没有看到自身的真正优势：投资者监督服务公司许多年来的特点就是赎回率非常低。公司的管理层将精力都集中在以现金为基础的经营基金（FFO）和巨额预付销售费上，所以担心投资者提前终止投资。如果这样，预付给投资者监督服务公司的销售员的销售奖金永远不能通过投资管理费收回。他们想错了。依据行业标准，投资者监督服务公司的赎回率非常低，原因其实很简单：投资者监督服务公司是当时阿拉伯世界或者拉丁美洲以及一些社会主义国家“外逃资本”少有的几个避风港之一。这些外逃资本的购买者将他们的投资者监督服务公司的证书放在安全国家的安全信托柜里，而且是无限期地放在那里。由于这个原因，赎回率非常低，所以持续管理投资者监督服务公司的基金具有大得惊人的经济价值。

12. 他们是埃德·哈吉姆（Ed Hajim）和史蒂夫·雷诺兹（Steve Reynolds）。埃德·哈吉姆1964年从哈佛商学院毕业后加入了资本集团。史蒂夫·雷诺兹1967年从弗吉尼亚大学达登商学院毕业后加入了资本集团，1969年调到了格林威治基金管理公司。1969~1973年，格林威治基金管理公司的管理层拥有30%，资本集团拥有70%。

13. 吉姆·富勒顿和鲍勃·埃格尔斯顿分别担任董事长和总裁。

14. 这是在国会禁止共同基金公司的这种定价安排之前。对冲基金仍然收取利润20%的费用。

15. 从那之后，埃德·哈吉姆就在EF Hutton公司、Lehman Brothers公司和ING公司的股票经纪人和投资管理业从事着薪酬很高的工作。

16. 在20世纪70年代中期，当比尔·牛顿和吉姆·罗滕伯格各自接管基金的一半时，该基金的累计资本损失已经超过所剩下的净资产，因此资本集团的收益好几年来都是免税的。

17. 此时资本集团所管理的国际资产还有其他几个部分。

18. 马丁曾经在半导体行业的先驱企业Fairchild公司做销售员，和唐·瓦伦丁共事过。同时，也从克恩康蒂兰聘请了具有丰富经验的工业专家比尔·格里斯沃尔德（Bill Griswold）来当公司的地质学家和石油分析员。

19. 30年之后，牛顿在怀俄明州的杰克逊霍尔牵头为遭受暴力的妇女设立了一个“安全楼”。现在，他和妻子格洛丽亚住在那里。

20. 吉姆·马丁在资本集团的总部有自己的办公室，但是他很少去那儿。他生性乐观、喜欢交际，在技术圈里交友甚广。尽管他未必是证券业的分析大师，但是他熟谙技术，而且根据唐·瓦伦丁的估算，为“顾客赚取了数亿美元的收益”，他通常乐于帮助资本集团的分析员们。援引马丁的话说：“那里就是一片丛林，硅谷的那些人就是一群动物！”

21. 唐·瓦伦丁挖苦地形容希姆普是“一个真正的19世纪的‘空想家’”。

22. 大约在同一时间，对美国研发公司（由哈佛商学院教授创办的著名风险投资公司）公开报表的审计表明，风险资本投资根本不是什么赚钱的法宝。除了在数字设备公司的几乎是侥幸的成功之外，美国研发公司的长期证券投资组合的收益指数并不比标准普尔500指数高。

23. 因为他喜欢杰里·桑德斯，其中的一笔交易，他用自己的钱支付了高级微设备公司的工资总额。

24. 乔恩·洛夫莱斯从没在红杉公司投资。

25. 唐·瓦伦丁和戈登·拉塞尔直到最近一直在资本管理服务公司（JBL通过该咨询公司给这类公司提供咨询）就职。JBL想让这家子公司有业务可做，并且意识到通过与红杉公司联系可以做到这一点。这个安排也让瓦伦丁和拉塞尔参与了资本集团的员工福利一揽子计划的制定。

26. 几年之后，沙纳汉回忆起来仍十分遗憾，在收盘时，“据报道，其中一位‘投资人’正乘坐飞机在得克萨斯州的上空。我们等了他两个小时，他还没有降落，而且没有关于他的任何消息，我们就决定进行下去。之后我们再也没有听到过他降落的消息，也再没有听到关于他这个人的任何消息。”

27. 与瓦伦丁的安排是由内德·贝利（Ned Bailey）谈妥的，具体目标是由牛顿和沙纳汉制定的。贝利是位律师，并在希姆普手下当了几年副手，在此之前还在人事部门做过几年，并且当过人事部门的主任。后来，他在资本监护信托公司任董事长。他还做过最精彩的新生意销售展示演讲——资本集团职业投资人的幻灯片（见第九章），并由他来解说，所描述的内容是他们的学术和职业成就。因为资本集团里的专业人士非常多，而且每一位都功勋卓著，这部幻灯片似乎可以永远演下去。未来的顾客得到了这样的信息：资本集团拥有众多职业投资天才，而且绝对兢兢业业地致力于专业研究。

28. 瓦伦丁回忆说，希姆普强烈反对，而内德·贝利则是被动地反对。

29. 另两家投资者（每家投资100万美元）是资本管理服务公司和Teijin有限公司，但是这

两家公司并不被看作机构。

30. 许多年来，资本集团和红杉资本之间的关系一直都很特殊且亲密，资本集团还取得了几亿美元的投资收益。红杉资本主办了无数的共同基金，而且历经了许多个年头。每个共同基金都为资本集团重要的合伙人开办了一个类似的次级共同基金公司，这些公司没有习惯上向红杉服务项目中其他投资者所收取的利润分成。资本集团和红杉资本都小心谨慎地避免各自公司利益的冲突。资本集团不允许个人在首次公开发行或者私人市场债务转期最后一轮之前的首次公开发行里面投资，也不许在私人普通股票（比如风险资本）里投资，即便资本集团里的共同基金公司想要投资。关系也并非总那么融洽。（经过20多年高度的专业合作、个人友谊并创造了巨额财富之后，资本集团的管理层对红杉资本的一本小册子产生了看法，因为这本小册子未经资本集团的同意就提及了红杉资本与资本集团的关系。资本集团要求红杉资本将其撤销。事先并没有征得同意，而且“干起活儿来非常较真”的瓦伦丁也并没有及时地做出修正。后来的折中方案就是重新撰写和印刷这本小册子，费用的一半都是瓦伦丁个人承担的。）

第九章 资本监护信托公司

给读者的提示

对一家企业的成功来说，最好的机会莫过于一个重要行业发生深刻的结构调整。这种结构调整在20世纪六七十年代进行过，因为当时大批的养老基金和捐赠款资产都被撤出了资金越积越多的传统银行和保险公司。

州政府、公司和大学都在寻找他们认为能够产生更高的投资收益的组织。这些大型机构基金在寻找具有杰出投资人的小型团体，并与之建立密切的工作关系，觉得没有必要再与那些大型的、历史悠久的、资本化程度高并在机构投资业占据支配地位的组织安全地打交道。他们放弃这些历史悠久的投资机构，是因为他们觉得对方“官僚气息太浓”。

各个机构都在寻找新型组织中最优秀的组织：具有活力的新型公司，而且公司里的人是一批毕业于最佳商学院的年轻、渴求工作、斗志昂扬的职业人，他们聚在一起的目的就是超越市场的投资表现，而且为了取得优异的投资结果，他们工作起来十分努力。这些机构客户为了得到自己需要的投资结果，也准备支付高昂的费用。

碰巧的是，资本集团为富人们提供传统投资咨询服务而刚刚建立起来的资本监护信托公司就成为这样的载体，通过这个载体，资本集团加入了机构资产突然间开始寻找能给其盈利的投资管理公司波澜壮阔的大潮。

事实再次证明了幸运是一件多么好的东西，尤其是当你在合适的时间处在合适的地点时，而资本监护信托公司接下来又证明了仅凭幸运是不够的。

和大多数伴随着资产纷纷离开银行和保险公司的洪流汹涌向前的投资公司一样，资本监护信托公司也大大低估了拥有合适的组织结构、员工和投资程序的重要性。对于因迅猛发展而失去了控制和连贯性这一局面，资本监护信托公司几乎没有什么准备，而接下来1973年和1974年股市严重低迷对客户的证券投资组合和与客户的关系造成的巨大损害，资本监护信托公司更是没有任何准备。

资本监护信托公司不仅错过了股票市场上“漂亮50”的评选，而且让自己在结构、战略、员工聘用和发展过程中游离于自己的母公司。这种状况注定导致必然的失败，而公司确实遭受了严重的挫折。

资本监护信托公司是在自找麻烦，而且真的找到了许多麻烦。但是，这种损害并没有严重恶化，也并没有持续多久，这确实是个奇迹。当然，公司能够生存下来的主要原因还是客户继续对资本监护信托公司里一些关键人物的信任和母公司的后劲这两大要素。

尽管资本监护信托公司并非唯一犯此类错误的公司，但是也绝不能用“别的公司也这么做了”来解释所发生的事情。资本集团高层领导的工作重点放在了共同基金公司上，因而对资本监护信托公司所发生的事情（和没有发生的事情）注意得太少了。资本监护信托公司聘用的大多数投资高管对资本集团来说都是新人，而且相互之间并不熟悉。他们并没有形成一个团队——他们分道扬镳甚至背道而驰。他们没有与资本集团内部的研究分析人员密切合作，反而依靠自己在华尔街的朋友打来的电话。他们没有根据对长期基本原理扎实的调查研究来做独立的投资决策，反而陷入了盲目追赶潮流的陷阱：追逐热门股票和追求短期投资表现。投资决策的质量急剧恶化。

幸运的是，资本集团拥有将资本监护信托公司的管理纳入正轨的行政领导层，但是在此之前毕竟出现了真正的伤害。同时，资本

集团也拥有使资本监护信托公司和母公司形成一体化的组织资源，而且凭借幸运之星的光顾又在最合适的时间让股市对自己有利起来。

就像从涅槃中升起的凤凰（而且最终力量变得越来越强大），资本监护信托公司在全美建立了强大的特许权，并成为美国机构投资业的领袖。资本集团组织内所属的机构投资公司在英国和日本都建立了重要的公司，并且在欧洲大陆、澳大利亚、新加坡和加拿大陆续建立强大的分公司。

机构投资业务在客户关系管理的角色上与共同基金公司有着很大的区别。个人投资者对那些管理他们共同基金的证券投资组合经理并没有期待有多少的联系，其实也没有什么联系。而机构投资则完全不同：客户不仅期待而且能够从证券投资组合经理和职业关系经理那里获得大量精心的服务。

最成功的机构投资管理公司在那些投身于高级客户关系管理的经理人身上做了大量的投资。许多年来，资本集团并没有跟上竞争的节奏。尽管多年来轻视良好的客户关系管理，并且质疑与投资顾问密切合作的有效性，但是资本监护信托公司成为客户服务和客户关系开发这两种互补性领域的佼佼者。

尽管如此，资本监护信托公司和所有机构投资者（以及其他国家里类似的信托公司）一样，面临机构投资界竞争日益激烈的挑战。在美国，由职业投资者代表的公共股市交易比例仅在一代人的时间内就从10%骤增到了90%。前50家最大、最积极的机构占纽约证券交易所所有交易量的50%，足见竞争的惨烈。结果，选择被动投资（以及被动投资的许多衍生形式）逐渐成为所有活跃的投资管理公司普遍面临的挑战。这当然也包括资本集团。

在利用多产品能力开发能够前后一贯地为多国市场提供服务的机构投资业务中，资本集团也将面临各种困难以及各种机遇和挑战。从概念上讲，这个多产品能力包括所有主要市场和新兴市场上的高市值普通股和低市值普通股、世界所有市场上高等级、高收益的公司和政府债券，以及全世界各发达国家和发展中国家的所有私

人普通股票。众多产品被分成了一系列地理和经济区域，每个区域里又有着不同的竞争、规则和文化。所有这些复杂的情况都将给资本集团以及全世界所有竞争对手的有效投资管理构成重大挑战，而对其组织管理和领导所构成的挑战甚至更为严重。

资本集团把自己的职业使命界定为争取在所有资产等级里都取得优质的投资结果。奇怪的是，这个定义却遗漏了为客户取得长期投资结果中最重要的部分：最能实现每个投资者现实目标的对合适的目标和资产组合给予明智的投资咨询。在这项重要的工作中开发可展示的技能对整个投资管理职业都是个挑战，而对资本集团来说更是挑战。

最后，为富豪家族服务的个人投资管理公司在不久之前还没有取得重大的发展，总资产仍不足100亿美元。现在，鉴于在巨额财富迅速积累的全世界各地区或者各国家（尤其是在美国）管理手段的改革，应该能够取得巨大的成功。

一辆疾驰的赛车撞毁了，这次事故在资本监护信托公司的兴办中起到了关键的作用。司机受了重伤，但是幸免于难。

鲍勃·柯比解释说："我从哈佛商学院毕业之后就来到威利斯–克里斯蒂咨询公司[注]做起了投资业务，这个公司后来在洛杉矶成为斯卡德–史蒂文思–克拉克公司的一部分。很快我们发现了一个非同寻常的问题。我非常喜爱赛车运动，但是公司里的其他人并不喜欢。"

"1965年的一天这个问题出现了严重的危机。这天我打电话问有谁能够替我照看30天财务工作，因为我断了八根肋骨，要在医院里休养一段时间。也就是在这个时候我得到的解释是：我必须决定放弃这段时间的休养，或者放弃我的业余爱好。我选择了放弃工作，也是因为我在西方人寿保险公司获得了一个职位。"

柯比打电话给牛顿征求他的意见，因为牛顿曾在西方人寿保险公司

工作。牛顿惊讶地说：“怎么，你要离开斯卡德？先别着急决定！我们资本集团这里也许有你感兴趣的工作。”此时资本集团正在认真地考虑组建一家信托公司[注]，在建立一种专为富人提供咨询服务的私人投资业务这一漫长的过程中用得上这个组织。[注]柯比不久就加入了资本集团，主要工作是帮助建立这个新的投资咨询部门，其宗旨主要是为高收入人群也许还有南加州的一些医院和大学服务。

“‘金钱管理’在1960年之前根本不存在，”柯比解释说，“根本没有这类业务。大银行囊括了所有资金并承担起了全部的托管监护任务，根本不考虑标准普尔500排名什么的。”传统意义上的信托公司主要是为了保护托管给它们的基金、提供一些合理的收入并监护每个受益人的利益，但是它们并不是大规模投资者。由于银行也有信托业务经验，所以对银行来说管理养老金信托业务也没有什么区别或者难度。事实上，养老金信托业务的管理看上去要容易得多，因为养老金是免税的，而且是长期的，不涉及个人信托受益人独有的个性。通过保险精算得出的假定收益率很低[注]，所以管理者只需购买符合或者超过假设的保险统计率的长期到期证券，这样“任务就完成了”。

投资表现第一次得到了讨论。[注]当这些讨论涉及主要银行和保险公司的记录时，这些银行和保险公司的表现记录简直令人大失所望。典型的养老基金中，长期债券占75%，而由于战后利率不断上升，债券价格多年来一直都在下降。[注]此外，银行受托人买下了保守的股息很高的蓝筹股票，而不是增长股票。因此，这些银行的投资结果远远低于平均值，相比之下，像美国投资公司这样的共同基金公司的投资记录却相当惊人。[注]

公司的董事们开始询问他们公司的养老基金有多少，回答却令他们非常吃惊。原本为附加福利而筹建的养老基金积累了巨额的资金：养老基金资产经常相当于整家公司的资产净值！养老基金不仅数额庞大，而且表现不佳，这本身就在伤害主办公司，因为公司每年必须为养老基金

支付更多的款项来弥补糟糕的投资结果。为了减少这些费用，养老基金的管理者被要求有更好的投资表现。

柯比说：“我把这一整套‘投资表现’业务归功于杰克·德赖弗斯，因为在20世纪60年代末，随着德赖弗斯公司一跃成为引人注目的优秀公司，杰克第一个来告诉大家德赖弗斯获得了了不起的收益。”由于养老基金开始寻找表现良好的投资公司，它们不可避免地要注意到美国投资公司优秀的长期投资记录。

柯比回忆说：“1965年，可以说机会是塞给我们的——是美国通用磨坊塞给我们的。”通用磨坊决定将养老基金的概念定为利润中心，而不是成本中心。论点是，如果已经在养老基金里的资产带来了更多的利润，那么每年向养老基金支付款项的数额就可能减少，所产生的结果就是所报告的收入会直接提高。因此波尔克就来到了通用磨坊的董事会，做了一次论证充分的介绍，得出这样的结论：应该以一种更有想象力的方式管理和经营养老基金。他赢得了董事们的支持，并派出了一个小组去调查投资管理公司的投资记录，以求找到其中最好的。他们对资本集团的共同基金所取得的长期结果的记录印象颇深。[注]1965年年末，就在资本监护信托公司成立的几年之前，他们发现了柯比领导着资本集团的一个新的单独的账目小组，就对他说：“我们研究了你的记录，很想让你成为我们养老基金的投资管理经营者之一！”

柯比熟悉投资咨询领域，是一名经验丰富的证券投资组合经理人，所在的公司又具有良好的长期投资效益，而且他还想打造自己的企业。他也看到了老年人500万美元的账户和永久的公司养老金账户之间的重大区别：前者具有诸如上税、受益人等麻烦事，而后者则免税、管理上只需要注重结果。柯比还明白，越支付越少直至最终结账的500万美元账户和越增越多且可能永远增长下去的5 000万美元账户有着天壤之别。柯比还知道，一笔巨额的公司养老基金对他的新公司来说简直求之不得。

当资本集团计划组建资本监护信托公司时，外部的机遇良好，但是公司内部的限制层层叠叠。为了保护美国基金公司免受来自内部竞争的威胁，资本监护信托公司就应该只限于搞超大型账户。共同基金公司的独立董事们坚持让资本集团承诺，不调动共同基金公司的管理者和分析员去资本监护信托公司工作。这种承诺其实根本没有必要。

由于个人的工资报酬与自己所管理的资产和上交的利润挂钩（这是当时投资行业的行规），所以资本集团的主要职业投资人都不愿意离开他们作为大型共同基金公司管理者所特有的名声显赫的地位和很高的收入，而转投一个被认为枯燥、增长缓慢的领域里前途未卜的新公司。他们不愿意去新的领域工作还有一个可以理解的原因：如果成功了，他们必须全国各地到处跑，去和人家竞争、为客户服务，去参加季度会议还要跑得更勤，因为这些会议的时间安排都是为了方便客户。新的机构投资业务将要求他们经常远离洛杉矶、远离令他们着迷的永远富有挑战性的投资工作。资本监护信托公司的许多关键人物必须到资本集团的其他部门和公司的外面去寻找。(注)

“与我们共同基金公司相比较而言，资本监护信托公司资产增长的速度让我们所有的人都大吃一惊，”罗滕伯格说，“养老基金如洪水般涌入这家信托公司。曾经萎靡不振的生意突然间变得充满了刺激和吸引力。”随着养老金资产的雪球越滚越大，资本监护信托公司新员工的以资产为基础的薪水报酬也随之猛涨，这让管理和经营共同基金公司的资深投资人感到十分吃惊，而且越来越担心。因此，薪水报酬要和每个证券投资组合经理所经营的资产规模脱离开，规则做了些改变。但是好几年来，资本集团的机构投资业务规模一直大于公司的共同基金业务，这种情形很明显地影响了诸如声望、可视性和对公司整个利润所认可的贡献度等因素。

有少数人担心资本集团正在变得过大而不利于妥善地管理所有新的资产，就开始讨论抽资剥离，将公司的机构投资业务和共同基金业务分

开。可以理解的是，提倡分离的人中有好几个是在增长更快的机构投资业务一方。然而，资本集团的大股东们管理着共同基金业务，所以强烈地反对：“你不能让我们放弃这种增长型业务的所有权，而只让我们搞枯燥无味的共同基金业务。这么做简直疯了！”所以分家的主意没有获得通过。[注]具有讽刺意味的是，尽管在过去25年里资本监护信托公司迅猛发展，但是资本集团里“枯燥乏味”的共同基金业务发展得甚至更快，现在比资本监护信托公司大50%。

因为资本监护信托公司的领导团队想开发实质性的业务，所以他们发起了一场大规模的发展新账户的运动。吉姆·富勒顿带头游说，在各种场合谈论银行主要是做托管监护业务，而资本集团则完全是在做投资业务。他强调资本集团对投资研究领域的承诺，并骄傲地指出美国投资公司的长期良好记录。尽管他承认过去的良好记录并不能保证将来也能取得良好的结果，但是他仍指出，美国投资公司的记录是能够得到的唯一的目标测量方法，而且这种方法是多年来通过三个要素取得的：一贯的投资理念、公司内部的研究和具体贯彻这两项任务的人员。我们在资本监护信托公司见到的关于养老基金和捐赠基金的经理人正是他们所需要的。

随着公司养老基金市场的拓展，许多公共养老基金也成为主要的开发对象。许多年来，公共养老基金都完全投资在了证券中，而且支付的费用很低，但是变化即将发生。在20世纪60年代中期，加利福尼亚州修改了法律，允许州内的公共养老基金将其25%的资金投资在普通股票上，因而洛杉矶县立即在报纸上打出广告，提出在其养老基金中可以经营普通股。鲍勃·柯比认识该县的财政部长哈罗德·奥斯特勒，哈罗德问：“你们这帮人怎么了？大家都在进行各种投标，你们却无动于衷！”

“当然了，”柯比解释，“他们会提出白做这种工作，因为他们想获得像你们这样的巨大账户的声誉，而且你们的选择过程肯定会聚焦在竞争费用上。别人都会削减他们的收费报价，但是我们不会削减收费报

价。因为我们知道这个世界运作的规律，所以我们知道我们根本不能和他们那么低的费用竞争。”

一个月之后，两个人又在美林公司召开的一次研讨会上见了面。洛杉矶县里仍然没有来自资本集团的投标。哈罗德不想就此了结，就问柯比：“你明天上午10点或者11点能来一趟我的办公室吗？我让你看一样东西。”

第二天上午，富勒顿、柯比和乔恩·洛夫莱斯被迎进了一间宽敞的办公室。在办公室的一端插着三面旗帜：洛杉矶县县旗、加利福尼亚州州旗和美国国旗。“你们看我们的美国国旗怎么样？”哈罗德问。柯比脱口而出：“太难看了。红色、白色……还有紫色！”

“招标竞争嘛，”哈罗德满脸堆笑地说，“现在你们怎样投标啊？”

这样，资本集团就投了标，收费是0.25%，这比其他竞标者高出许多。公共养老基金的大多数信托人都是教师、消防员和警察，尽管这些人花起钱来都比较精打细算，但是他们对投资深奥的详情并不清楚，其中包括收费制定方法等详情。因此，当他们最后讨论到底选择哪家管理公司时，关于收费的问题被提出来，哈罗德往椅背上一靠，言简意赅地咨询基金信托人：“我对所有竞标者的收费都做了认真的检查，发现所有收费之间的差额都在0.25%之内。所以我认为，在决定选择什么管理公司时，信托人完全可以不考虑收费的差额问题！”

这个声明立即化解了柯比原来认为对资本集团绝对不利的因素，因此资本集团赢得了巨额账户。事实上，这个账户开始时仅为1 000万美元，但是每个月都有1 000万美元的现金流入。没过多久，就增长到了1亿多美元。接着，俄勒冈州带来了4 000万美元[注]——还是全额费用，这样，资本集团的公共养老基金就以坚实的步伐迈开了脚步。

因为资本集团没有机构账户的长期记录，所以内德·贝利[注]和吉姆·

富勒顿就设计了一个“20人幻灯片”新业务介绍。幻灯片里都是人物介绍（资本集团的职业投资人）：一个人物一部幻灯片。这些幻灯片介绍了每一位取得良好长期投资结果的职业风云人物。这些幻灯故事给人留下了深刻的印象。

富勒顿和柯比把幻灯片带到了外地，到全国各地的主要养老基金所在地巡回演讲。当他们来到蒙桑图时，柯比做了一次后来被痛苦地称为“4 000万美元笑话”的演说。他们遇到了一位非常严肃的资深财政官员，看见他那一身保守的穿戴，他们本该知道会产生什么结果。幻灯片里这时出现了柯比。富勒顿在赞扬了柯比作为职业投资人的优点之后，又给他的个人生活加了些色彩，其中包括他当年作为赛车手的经历。[注]蒙桑图来的那位先生说“赛车听起来够危险的”，接着又好像自言自语地大声说如果柯比是他们的管理者并发生了事故该怎么办。柯比知道幻灯片的前后顺序，就决定开个玩笑，让放下一个幻灯片，因为他知道下一个片是比尔·牛顿。他很轻松随意地说：“假如我撞车了，那么就由比尔·牛顿来接管。”接着，好像他真的禁不住这个玩笑的诱惑一样，就开起了这个价值4 000万美元的笑话：“比尔也是赛车手啊！”不用说了，这个价值4 000万美元的账户他们没有弄到手。

自通用磨坊决定请资本监护信托公司来做他们的主要管理者之一以来，其他公司也纷纷过来观望。正如柯比所回忆的那样：“这是一次强大的养老基金海啸的开始。这个面团发得太快了，我们其中的一些人甚至开始想将我们的公司重新命名为贝蒂克·罗克信托公司！我们新增的养老基金业务简直太多了，尤其是《机构投资者》刊载了一篇文章说通用磨坊选择了我们是多么明智之后，新来的业务更是让我们应接不暇。突然间，我的天！简直是瞬间，所有的公司都说：‘如果他们对通用磨坊合适，那他们对我们也一定合适。’这简直是一步登天，我们从一无所有到拥有15亿美元的管理资产。”

还有一些根本没有听到销售介绍的人甚至也来接触资本监护信托公

司。一天，从马萨诸塞州安多弗久负盛名的寄宿学校菲利普斯学院打进贝利办公室一个电话，打电话的人说："我们的财务委员会今天开了个会，我们想和你们谈谈关于管理我们1/3捐赠款的事宜。"贝利回答说："噢，那好极了。具体什么情况？"打电话的人描述了一下安多弗学校捐赠款的规模之后说："你们的任务将是管理1 200万美元。"

"噢，对不起，"贝利回答，"你们的账户我们不能接受。我们的最低限额是2 000万美元。"

经过了好一段时间的停顿之后，电话另一端明显很惊讶的人打趣地说："你有没有意识到这可是菲利普斯学院……这是在安多弗啊，这可是安多弗菲利普斯学院财务委员会的主席在和您讲话啊，我们在考虑雇用你们！"对此贝利回答说："噢，这可是克利夫兰联合高中的内德·贝利在接您的电话。我对您说您不符合我们2 000万美元的最低标准。"

"知道吗，我们真的认为我们是在变魔术，"柯比回忆说，"我们都感觉像第一次世界大战的飞行员一样，我们是一群果敢的向前冲锋的年轻人。我们从无到有，竟然抢来了银行的饭碗。这种胜利的感觉超过了一切。"而且胜利来得非常迅速：资本监护信托公司在不断地增加越来越多的新账户，这简直成为新时代伟大的成功故事之一。[注]"我们觉得我们做的事情普通人绝对不敢做，而且我们做成了。"

客户也认为他们之所以成功是因为他们少了些循规蹈矩、多了些果敢精神。通用磨坊出现了可以理解的欢欣鼓舞的情绪。1968~1972年，投资结果确实很了不起：基金上涨了50%还多！通用磨坊的董事会决定充分利用这个好消息。首先，他们取消了公司每年向养老基金的拨款，而这笔成本费用的节省（只用大笔一挥就成了）大幅度提高了每股收入；其次，公司将员工所有的对等捐款都返还给了员工。这种做法确实增强了员工的士气。

柯比回忆说，由于有事后的好处，"我们简直疯了，竟然让自己疯

狂地发展起来。可是当有人给你打电话说‘我们是惠而浦公司，或者阿莫科钢铁公司或者默克集团公司，我们想请你们做我们退休基金的管理公司’时，你怎么能够说‘不行’呢！我们没有说不行，我们说的是‘让我们一起来做吧’”[注]。但是有一些机会，资本监护信托公司的证券投资组合经理却没有管理和经营他们客户的证券投资组合，他们反而还在努力争取更多新的生意。

随着新生意的涌进，资本监护信托公司几乎自毁前程。同时起作用的因素有好几个。许多资深的证券投资组合经理都是刚加入资本集团，互相并不认识。资本监护信托公司在寻找独立人士的过程中，所挑选的这些证券投资组合经理之间的差异非常大。每个人都以完全不同的方式经营着自己的证券投资组合。更糟糕的是，他们脱离了资本集团的巨大优势——公司的研究力量，反而去购买华尔街上诸如豪迈斯和莫霍克数据系统等热门股票，增大了市场风险，希望得到更高的收益，却没有认识到运气和技巧之间的区别。一旦市场下行，资本监护信托公司的证券投资组合经理几乎是在自讨苦吃。当市场真的走低时，他们不用自讨苦吃了，因为痛苦来找他们了！

造成这种痛苦的原因是他们使用多元顾问制度不当，没有经过严格、认真的计划和管理训练，而这种严格、认真的计划和管理是共同基金公司内部体制发展的每个阶段的特点。管理者都是被勉强地配了对，证券投资组合被人为地联在了一起。在投资风格上差异太大，而证券投资组合经理之间的联系和协调真是太少了。根本没有一贯性，没有严格的投资过程，也没有投资管理的统一概念。如果两个顾客要比较自己的投资结果，他们之间的差异将非常大。

资本监护信托公司出现的最糟糕的情况可能是这件事：在自己管理和经营的退休基金部分100%投入的柯比来到了一次客户会议上，却发现全部账户实际上30%都是现金，因为他的合伙经理人拥有庞大的现金储备，占其整个证券投资组合的60%。

柯比回忆说：“一个人全身心地投入了热门股票中，另一个人却几乎全是现金，好像掉进了洞里的小鸡仔，吓得要命，以为世界末日到了。不管怎么说，我们所能做的一切都做错了。在1970~1974年的股市调整阶段，我们的数字真是糟糕透了。”尤其糟糕的是1973~1974年。在1974年年中，ITT邀请一组机构投资者参加了一次为期两个星期的欧洲运作旅游。“那次旅游让我们忙得团团转，”柯比回忆说，“我有两个星期的时间没有看价格。当我们旅游回来时，我简直不敢相信价格竟然发生了这么大的变化。当我在Quotron行情数据机上打开我的证券信息时，我转过头对内德·贝利说：‘天哪，快来看：我在欧洲期间我所有的股票都2变1啦！’”

资本监护信托公司几乎炸了锅，资产从15亿美元一下子跌到了6亿美元，部分原因是1973~1974年的股市下跌，但是主要原因是客户的撤出，往往还是突然撤出。资本监护信托公司陷入了巨大的麻烦，实际上也该当如此。

麻烦的严重程度至少和通用磨坊这样大客户的麻烦一样严重：1972年发生了突变，不仅在变化的频率上，而且在变化的方向上都非常突然。股价暴跌且还在一直下跌。通用磨坊突然从保险计算员那里得知，公司必须给养老基金提供一大笔现金拨款：直接向收益收费。这打破了通用磨坊平稳但持续性收益增长的历史格局，简直是毫无征兆的砰然一击。这对一家全靠收购的公司来说是一个沉重的打击，因为这家公司的股票价格或者“收购货币”依赖于相对很高的价格收益比，这种价格收益比反过来又取决于投资者对通用磨坊收益稳步增长的信心。而这种信心现在已经成为历史。

由于股市大幅度、反复地下跌，通用磨坊的一位董事提出了一项提议，打算在养老基金里面拥有零股票。在这种动荡的环境中，资本监护信托公司内部的问题使通用磨坊终结其账户不可避免，其他客户也纷纷终结账户。

与福特汽车公司进行的一次谈判尤其令人痛苦。福特公司像往常那样播放了每家管理公司的记录幻灯片。财务副总监鲍勃·怀特在讲到证券投资组合的细节时故意语音单调，接着幻灯片上显示出管理公司的表现结果：优秀、良好、满意或者不满意。在认真地审查了资本监护信托公司过去两年来证券投资组合的管理表现之后，幻灯片打出的结果是“不满意”。一年的结果是“不满意”，六个月的结果是“不满意”，接着，三个月的结果也是“不满意”。沙纳汉探过身来对柯比说：“我的天哪，他们不就是要炒我们的鱿鱼吗？那给我们往洛杉矶打个电话不就完了？”

“但是他们并没有炒我们的鱿鱼，”柯比说，“事实上，福特公司今天是我们关系最长久、最好的客户之一。尽管如此，那次会开完后，我们在底特律上飞机，在加利福尼亚下飞机时已经喝得酩酊大醉，只得把自己的车子留在机场，打车回家。”

“那个时期我发现我是个宿命论者，”柯比摇着头回忆说，“我逐渐对这一切变得麻木，每天都是感觉迟钝地走进我的办公室去吃药，或者到机场去和客户见面听他们说‘再见’。”

1973年6月30日，资本监护信托公司完全跌到了谷底。[注]那时，凯特林基金会在市场上表现不佳，仅18个月内就下跌了32个百分点。投资结果在这么短的时间内变得这么糟糕，这里也有一个好处，这就是有些客户会说（正如凯特林公司所说的那样）：“我们现在根本不可能炒他们的鱿鱼。[注]我们要想回到原来的样子，唯一的办法就是我们还得上下忙活同时希望他们保持住那些疯狂的证券投资组合。”

资本监护信托公司的问题不仅在于他们热衷于投资在发展型股市上不被看好的股票，也不仅在于证券投资组合经理在十分卖力地紧追华尔街的“故事股票”从而忽略了公司内部的研究。投资的地点和时间（好几年的时间里）均不合时宜所造成的困难不管多么令人为难，它们都只是

暂时性的。真正的长期问题其实是组织上的，不管从结构上和人员上来说都是这样。[注]1972年5月，鲍勃·柯比和霍华德·施彻意识到必须做出点儿大动作，就去见乔恩·洛夫莱斯[注]，看他是否反对麦克·沙纳汉主持工作。洛夫莱斯说他理解，因此，沙纳汉很快被任命为资本监护信托公司的董事长。

沙纳汉向费希尔辞去了研究部经理的职务，来到资本监护信托公司收拾这个烂摊子。他的目的是为一伙急于需要领导的人提供这种领导。这伙人之所以需要这样的领导，不仅因为他们初来乍到，而且因为他们所投入的生意在经济因素、竞争性和市场上都完全不同于共同基金公司的生意。

沙纳汉绝不缺少能力：他精明、头脑清晰、意志坚定且韧劲十足。因为多年来一直深受乔恩·洛夫莱斯的充分信任，沙纳汉还知道，如果爆发严重的冲突，他会得到必要的支持来一锤定音。沙纳汉并没有提出多少明显的措施来恢复秩序：证券投资组合经理被迫聚到一起开会，这样他们就能够交流思想和信息，并且学会就投资交流观点。在沙纳汉的领导下，资本监护信托公司的证券投资组合经理很快开始购买便宜的蓝筹股：埃克森、杜邦和美国电话电报公司，而大多数同类公司在这种股市的双重市场时期拥有诸如施乐、雅芳和宝丽来等高价股票。[注]资本监护信托公司的证券投资组合越来越集中在资本集团自己分析员所跟踪的公司，而来自华尔街的自由撰稿人的思想则被回避。证券投资组合的周转率大幅降低。每位证券投资组合经理的投资结果被定期、频繁地公布。很快，经典的改革就开始了，而沙纳汉也显然成为公认的领袖。但是，资本监护信托公司偏离资本集团的纪律和研究这一明显和痛苦的问题却仍没有得到解答：为什么任其发生？为什么能任其持续这么长的时间？然而没有明显的答案，只有一种承诺：“再不能发生！”

在一个层次上，资本监护信托公司的问题成了如何对付这个“双重股市”。因为继续按目前的道路走下去，资本监护信托公司将很快倒

闭，所以当《机构投资者》的一位记者问柯比他们有什么打算时，柯比回答："啊，是的，也许我们会倒闭，但是我可以告诉你：我们唯一不能做的事情就是退到我们自己的底线然后扔出一记'圣母颂'传球，希望有人接住它并来拯救我们。人们不会花80倍的收入购买宝丽来，而花6倍的钱购买《国际报》，这是早晚的事。而且如果当这种事情发生时我们还能留住顾客，那就没什么问题了。"

接着在1974年，美孚公司打来电话。沙纳汉知道要发生什么了："如果只是为了解聘我们，为什么让我们大老远地来到纽约市呢？他们为什么不打个电话了结此事呢？"但是他们必须得去。他们去了，一言不发地走进了客户办公室[注]，然后他说："这些结果简直糟糕透了！你们打算怎么办吧？"对方的回答比较温和：没有打算变化。这位客户的回答很令人惊讶："好哇！我想听到的就是这句话！"而且令人意想不到的是，资本监护信托公司客户的地位被保留了下来。

与此同时，沙纳汉的职业纪律也起了作用。从简单的命令到真正的以过程为基础的多元顾问制度投资方式这一过渡需要时间和金钱，因此纪律必须加强。从管理机构账户中的独立性到协调性的过渡很困难——每个账户的量和现金流动都不同，有时甚至很痛苦。"那之后一年左右的时间里，工作非常难做，"罗滕伯格说，"麦克的身上仍然留着那个时期的伤疤。正如他自己常说的那样，他被派到了信托公司的炼狱中，被洗涤了一番。"

当沙纳汉把最重要的组织调整工作做完时，资本集团通常投资的公司的股票（大笔资本的价值股票）开始沐浴在灿烂的阳光之下。"与运气同在确实大有帮助！我们就像谚语里面所说的在荒原中呐喊的声音一样，同时'漂亮50'这项决定就创造了著名的双重股市。接着'漂亮50'价格骤降，可是幸运女神又对我们露出了笑容。资本监护信托公司比市场做得好多了：1977~1978年，幸运女神挽救了我们。我们的相对结果非常好，我们的生意真的腾飞了。"他们也付出了相当多的努力来加强与

客户的联系，包括定期与客户开研讨会。[注]

从20世纪70年中期起，资本监护信托公司就一直与机构客户享受着双赢的美好局面：当大多数管理公司对股票仍然小心翼翼时，资本监护信托公司的投资额一直都很充实，而资本集团最喜欢投资的股票也逐步取得良好的结果。柯比是这样描述1977年的，因为那一年公司赢得的新账户超过了其他管理公司："普通股票明显超过了债券，好久没有这种局面了。股票现在真是太便宜了，未来两年内，股市价格肯定比现在高。人人都在购买固定收益的债券，这一事实本身就增强了我们的信念，普通股将进入一个伟大的、长期奋起直追的阶段。

"我们对价值的定义是，要认为我们购买的是一整家公司，而不是一只股票。哈里伯顿两年前的价格收益比在40以上，而现在售价突然涨了10倍，而且每年还在以12%~15%的速度增长，这就是价值。我们毕竟宁可要一个增长公司而不是一个周期，这和任何明智的投资者一样。"

"还记得凯特林基金会吗？我们仅在18个月内就在股市上足足赔了32个百分点，"柯比说，"但是仅过了两年半的时间，这个账户就在股市上处于赢家的位置。"由于根据资本集团自己的研究和对客户服务的承诺产生了良好的结果，到20世纪70年代末，资本监护信托公司管理的资产几乎比共同基金公司的资产多了50%：70亿美元对50亿美元。

资本监护信托公司有两个重大的业务特点。第一，它的股票业务比固定收入投资大得多；第二，公司的业务主要是福利性质的养老基金，而员工福利计划正在朝着捐赠性质的基金过渡，尤其是向401（k）计划过渡，这种过渡涉及了许多记录和其他参加者的服务。

在最近几年中，尽管投资结果很好且费用相对较低，但是资本监护信托公司发现自己一直在应对一种无情的指数基金的挑战。这种巨大的挑战来自特大型客户，因为当这些特大型客户确认不了足够的积极的投

资者来管理经营他们的巨额普通股资产，或者认为根本找不到可靠的、优秀的、积极的管理者时，他们选择的方法往往就是被动投资或者弃权。资本监护信托公司的国内股票生意一直在萎缩（只是靠公司的国际业务才能持平），直到世纪之交时的动荡股市再次为资本集团的传统工作风格提供了一种良好的环境，而资本集团历来的工作风格就是任何投资都要基于缜密的市场研究和调查，以及长期致力于争取最优质的投资结果。

除了完全根据资本集团自己的研究和调查，严格地按照纪律程序来产生良好的投资结果外，资本监护信托公司还努力承诺在高水平的关系经营上开发补充性的优势。这种承诺做得并不容易，也不是很自然：数年前，做出这种承诺是会遭到嘲笑的。在20世纪70年代中期，沙纳汉说了一段著名的话："我们算了一笔账，客户坚持要证券投资组合经理离开工作岗位去参加与客户在一起的审查会，并在会上介绍这种做法会损失多少钱。我们得出的结论是：每次会议耗费年投资结果的0.25%！因此，我们就问：你们到底要让你们的证券投资组合经理参加多少次这样的会议？"从这种很低的出发点，而且比大多数机构投资管理公司来得慢，资本监护信托公司逐渐认识到，稳固的工作伙伴关系和为投资人提供优质的服务对良好的投资结果来说十分重要，这样，客户就会明白良好的结果都是怎样取得的，并且将来要如何取得。

随着投资财产委托管理的规模以及（甚至更重要的是）复杂性的加大，对客户来说，对牢固关系的管理就变得愈加重要。一个大型机构客户可以让资本监护信托公司管理好几种不同种类的投资（有高收益证券，也有新兴市场股票），一家跨国公司也可能让自己的基金在好几个不同的国家被管理经营。很难让一个专门搞一种投资的证券投资组合顾问在他所管理的证券投资组合业务上保持优势，同时又让他熟悉不是他管理的其他证券投资组合。但是一位高效率的关系管理人可以熟悉几种不同的证券投资组合，可以回答客户关于这些证券投资组合的结构和原因等问题。这种管理人对每个客户的信息了如指掌，所给出的解释非常

符合客户整体投资的指导方针和长期保持与资本集团牢固工作关系的目的。资本集团通常的情况是，变化来得缓慢而且经过深思熟虑，却是决定性的。高层次关系管理的努力是当迪克·巴克和柯比这两位更有营销理念的人物进入领导层时开始的。变化开始时只涉及一个致力于工作的人，但是随着各种好处的显而易见，变化的范围扩大了。[注]资本监护信托公司现在拥有20多位专业的关系管理人。

为了开发十分牢固和互利的关系，每年都要与每家客户（和大多数潜在的客户）举行关系管理的“发现会议”。资本监护信托公司的关系管理人和每个客户的基金经理一起，逐项检查关于一流工作关系的各种组成部分的庞大一览表，从中确认当前的优势和哪些地方需要改进，以及如何使服务更加完美。这些“发现会议”尽管总是对更多的生意感兴趣，但是其真正的聚焦点是做更好的业务和与每个客户更成功地合作。资本监护信托公司现在为美国一半以上的机构管理着资产，资产总额超过100亿美元。在美国，资本监护信托公司在所参与的所有竞争中赢得了40%的新生意。在国际上，这个比例达到了60%。

另一个有益的开发项目是关于薪酬的改变。在任何组织，薪酬的不协调都会影响战略的顺利贯彻。不久之前，这在资本监护信托公司也是个不大不小的问题。由于所服务的机构客户的数量在过去有了显著的增长，尤其是在美国增长更是可观，所以生意中优先考虑的问题已经从获得更多新的客户转移到了留住现有的客户。组织的目标就是通过交叉销售资本集团越来越多的不同的投资能力，与客户共同发展并增加资产的股份。

过去，员工奖金手段强调的是开发新的业务和获得新的账户，而不是强调服务和加强现有的联系。原来的薪酬计划包括一个根据前两年所获取的收费制定的相对较高的百分比奖金额，但是后来却降到了很低的水平。这就意味着关系管理人有更大的奖金动力获得更多新的账户，却不能为之提供良好的服务。现在，关系管理人收到的奖金额度较小却是

连续性的，这是根据接受服务的客户所支付的年费的百分比制定的。这笔奖金额度的大小根据三个因素而定：为客户服务的质量、与老客户或者新客户开发的业务和内部的协调工作。

客户服务战略的第三部分是与每个关系管理人就其所有的客户和所有潜在的客户每半年进行一次深入细致的审查，以确保为每个客户和每个潜在的客户制订的具体计划都能够全面地实现。如果关系管理人不能全部贯彻执行自己的计划，他们的客户和潜在客户的名单将被缩减，直到他们的承诺和计划完成情况达到要求才能恢复原来的名单。

有了关系管理和投资管理这两者之间合理的均衡，再加上越来越完备和均衡的投资能力以及在世界上所有主要的机构投资市场上的重大影响，资本集团已经在世界范围内发展了一种模范的机构投资业务，并且在世界所有主要的国家级市场上都获得市场份额。

---

1. 保罗·威利斯和迪安·克里斯蒂创立的投资咨询公司。该公司作为斯卡德–史蒂文思–克拉克公司的外埠代理，也就是说，他们接受斯卡德公司的研究报告，并可以随时到波士顿和纽约市造访他们。鲍勃·柯比相继在长岛高中、斯坦福大学和哈佛商学院读书，然后来到威利斯–克里斯蒂公司工作。（威利斯–克里斯蒂公司后来被兼并到了斯卡德–史蒂文思–克拉克公司。）柯比辞职来到了资本集团。经历了传统的投资咨询业务之后，柯比期待（而且被公司期待）开发资本集团的个人投资管理业务。可是他从来没有获得这个发展的机会，因为机构投资管理业务很快成为真正的机会，而且柯比的好脾气正是做这种工作得天独厚的条件。

2. 保险工作人员迪克·斯塔弗想到了创办信托公司，就把这个想法推荐给科尔曼·莫顿，莫顿又把这个主意推荐给了查克·希姆普。希姆普向奥梅尔维尼–迈耶斯律师公司的一个朋友请教，朋友告诉他，他确信这个建议绝不会得到加利福尼亚州政府的批准。

3. 斯图尔特·麦克莱伦几年前离开了斯卡德公司加入资本集团。他的工作起步很成功，将公司内部运作得井井有条，并完成了一项关于一家独立信托公司优点的调查。他清晰无误地确认了这项业务的主要问题：在个人咨询业务领域，数量最多的客户通常也是年龄最大的。当这些客户去世后，他们的财产经遗嘱检验交割给客户律师建议的受托银行（该律师通常互惠性地从这家银行得到业务）。关于投资顾问多年来为死者做的所有辉煌的投资工作，继承人知之甚少或者根本不知道，所以并不觉得有忠于这位投资顾问的必要。因此，银行制造一些焦虑并让继承人转投银行，这并不是很难。

4. 在确定每年向一只养老基金拨出多少必要的支付款项时，咨询保险统计员就诸如投资回报率和工资基础通货膨胀等变数做出推论假设，估算未来退休金的责任和每年为了积累必要的资产而必须拨出多少款项。假定收益率的提高可能减少每年为未来支付退休金所必需积累的款项。

5. A·G·贝克尔公司和美林公司正在组织投资表现的估价服务。

6. 自1952年财政部和美联储为了帮助政府筹措第二次世界大战的经费而协定阻止利率下降以来，利率一直都在上升。

7. 资本集团的资本表现费用有两本账目，但是大部分费用都和共同基金公司的费用联在一起，这样做是为了避免对比较普通股的质疑。

8. 领导这个调查小组的亨利·波特解释："通用磨坊财务总监的父亲波尔克是当地的一位实业家，第二次世界大战期间，他在代顿的赖特–帕特森空军基地为陆军航空兵做后勤保障工作时认识了通用磨坊的埃德·罗林斯，罗林斯在波尔克被聘用时正是通用磨坊的首席执行官。当他加入通用磨坊时，这家公司正打算在管理经营的各方面进行一次重大的改革，以求从一个当地和地区性的面粉加工企业联合体转型为具有职业管理经营水平的消费品公司。他被授权去搞创新、另辟蹊径。这个工作我们现在叫作'变革的执行者'。他聘用了我（打电话给刚从哈佛商学院毕业的我），邀请我来和他们一起推行变革。我们使用财务分析的手段作为我们的纪律和语言。我就着手为一个从来没和分析员们谈过话的公司（其中至少有一部分原因是这家公司从来没有必要在市场上筹集任何基金）兴办一个投资人关系项目办公室，因此，正当机构投资和机构研究开始显露其重要性时，我接触了华尔街。

   "在通用磨坊，我们想到，养老基金是一套固定的福利金与负债，拥有不断积累的资产组合基金来支付这些福利金。因此，如果我们能够提高投资表现，我们就可能削减每年为这些养老金负债提供资金的费用。我们就可以简单地把养老金问题的定义从'资产积累'转变到'经营效率'上，或者用传统的话说，从'存量'转变到'流量'。所以，我们作为金融管理者的重点就是提高养老基金资产的收益率、争取通过减少每年拨款的数额增加公司的利润。

   "关于投资表现的硬数据刚刚能够得到。我们能看到，我们的养老基金的投资管理公司银行家信托公司从组织结构和人员配备上根本就不是表现最好的公司之一。所以我们就在全国范围内寻找最优秀的管理公司。我们的搜寻行动覆盖了州立大街研究与管理公司、标准普尔国际资本、Brokaw，Schanen & Clancy公司、Thorndike，Doran，Paine & Lewis公司和Danaldson，Lufkin & Jenrette公司，最后我们找到了资本集团。"

9. 鲍勃·柯比当时正和霍华德·施彻工作，所以调他过去比较容易。内德·贝利在人事部工作，所以也可以把他调过去。聘用了洛杉矶的Title保险与信托公司的比尔·格里姆斯利，后来，从标准普尔国际资金公司调过来了迪克·巴克。比尔·格里姆斯利在南佐治亚州长大，1962年从哈佛商学院毕业，之后加入了一个由尤金·布莱克的女婿和斯坦利·纳比领导的小公司。后来，他加入了Title保险与信托公司，公司希望收购一批财产和意外保险公司，但是财产和意外保险公司的市场看涨使得他们没了指望，因此格里姆斯利是在找工

作。后来又加入的一个人是W·埃默·耶格尔。

吉姆·邓顿（Jim　Dunton）是华盛顿共同基金公司最年轻的证券投资组合经理，所以也可以把他调过来。邓顿来到资本集团颇费了一些周折。当时负责资本集团招聘工作的内德·贝利回到哈佛商学院问："查理在哪儿？"他问的是哈佛商学院的名师之一查理·阿博特。阿博特的专业是银行业，讲课风格风趣活泼，深受学生欢迎。阿博特不仅拥有众多学生听众，而且是一位了不起的伯乐，非常愿意帮助最好的公司找到最好的毕业生。他尊敬资本集团，并帮助过资本集团聘用具有高智商和品格的工商管理硕士。对于贝利更为重要的是，阿博特已经不在哈佛，他去了弗吉尼亚，在弗吉尼亚大学的达登研究生商学院担任首任院长。所以贝利前往夏洛茨维尔拜访达登研究生商学院的阿博特院长，而此时邓顿即将从该校毕业。邓顿知道自己对商业银行业不感兴趣，就决定不"浪费"时间去听阿博特的课。幸运的是，阿博特很了解他，就催促贝利赶紧去面试邓顿。

迪克·巴克的调入表现了这个信托公司聘任工作的即兴和非正式的风格："我在纽约的一次企业管理人员宴会上结识了鲍勃·柯比。"这次邂逅之后就是东西海岸之间的航班旅行，最后是面对面的谈话。巴克当时刚加入一家新成立的公司标准普尔国际资金公司，该公司正经历一场危机，后来倒闭了。他正在考虑重返加利福尼亚州建立一家个人投资者咨询公司，所以就征求柯比的意见。"想做公司的人太多了，可是资源又太少了。"柯比的观点是在现有的行业里寻找商机的管理公司太多了。接着他问："为什么不来我们公司？"巴克就这样签了工作合同。

10. 资本集团结构或者组织设计中所取得的发展（包括现在名为资本集团的控股公司结构、投资管理的多元顾问制度和资本集团内部几个研究团队的开发）已经实行了类似于分家的主要经营目标，尤其是在扩大资本集团的组织决策权力和资产管理的能力而又不将组织结构分开这个意义上而言，更是达标得完美无缺。

11. 是付给柯比原来的雇主斯卡德–史蒂文斯–克拉克公司费用的5倍。

12. 内德·贝利为人热情、具有风度翩翩的"舞台形象"且自律性很强，所以他是资本监护信托公司高度有效的销售员。贝利又是一位大孝子，每个月都乘飞机飞到克利夫兰看望孀居的母亲，而且在周末的销售活动中自己又增加上两三天，这样会使旅行"更有成效"。结果，资本监护信托公司这家南加州的管理公司很快成为俄亥俄州克利夫兰市保守公司的最重要的投资管理公司。由于是律师出身，他被太平洋金融公司的人事部经理推荐给了资本集团，并且担任了一系列重要的职务，包括资本集团人事部主任等职务。因为他不是投资家，所以即使作为资本监护信托公司的总裁，他也控制不了这个信托公司里性格迥异的证券投资组合经理。只有职业投资人才能管住另一个职业投资人。

13. 柯比驾驶保时捷跑车，在洛杉矶和菲尼克斯拥有两处保时捷经销处，而且通过一些安排，保时捷公司支付他作为赛车手的一些费用。

14. 在亚当·斯密的《金钱游戏》（Random House，1976年6月）一书中被永久地记载。

15. *Institutional Investor*, interview by Heidi S. Fiske, 1987年6月，第35~37页。

16. "1973年6月，资本监护信托公司失去了10个账户，赢得了6个账户，这都是出于同一

个原因：我们太热衷于搞价值投资了！”麦克·沙纳汉悔恨地说。

17. 凯特林基金会的财务总监雷·米勒（Ray Miller）在这一时期良好关系的维系中起了关键作用。

18. 不能将个人融入资本集团，这个问题一直是个挑战，是资本集团极其珍视的人与人之间分享权力非正式关系的“硬币的另一面”。比尔·赫特解释：“我在资本集团已经28年了，但是我仍然认为自己是外人（但愿这只是我的感觉，别人不这样认为）。这里几乎所有人都只知道资本集团。我在迪恩–威特公司做过营销和研究部的主任，还在管理委员会工作过。那种文化完全不同：主要是个销售公司，而不是投资管理公司。资本集团的价值体系、优先考虑的问题和人员都完全聚焦在了猜测未来以及未来的利与弊上，不管你喜不喜欢。和华尔街上其他的公司一样，迪恩–威特公司所聚焦的任务是说服顾客相信他们知道未来，说服顾客相信他们的投资银行客户所要销售的都在他们的证券投资组合之中。公司积极倡导给予接近金字塔顶部的领导位置以相应等级的待遇：在纽约和洛杉矶配备秘书、豪华轿车、个人用餐间；经纪人能做出自己决定的全部条件。而在资本集团，我却仍然在调整自己适应这种文化震撼：自己煮咖啡、只能让助手为部分报告打字、自己订熏牛肉三明治午餐。”

19. 洛夫莱斯和家人在为期4个月的休假中的第二个月在马略卡岛上休假。

20. 被载入了卡罗尔·J·卢米斯（Carol J. Loomis）关于股市历史的著作《财富》一书中。

21. 查尔斯·克卢恩（Charles Clune）。

22. 从1974年首创时开始，这些每两年举行的会议就一直要求资本集团的分析员进行认真的准备，并要求客户投入大量的时间。

23. 约翰·塞特（John Seiter）是全身心致力于开发客户关系的第一位高管。他从小在加利福尼亚州长大，与中学时代心爱的人结了婚，并在雷德兰兹大学读过书。在父亲的建议下，他加入了斯卡德–史蒂文斯–克拉克公司在洛杉矶的办事处，并在那里结识了鲍勃·柯比，后来又到WE Hutton公司和Lionel D. Edie公司工作过。他正打算去大通曼哈顿银行时接到了一个电话，比尔·赫特在经过6个月的考虑之后于1986年邀请他到资本集团工作。

第十章 全球投资

给读者的提示

有效使用的时间，尤其是被有利的时间和机遇所青睐的有效使用的时间（我们乐观地称之为“运气”或者“火候”的东西）往往就是公司战略成功发展的决定性资源。（正如麦克阿瑟将军所讲：“战争的历史可以用5个字书就：时间的错过！”）时间和火候都是资本集团向国际投资发展的重要因素。注

资本集团整个故事中的关键因素，也是资本集团国际投资故事中的关键因素。当外部和内部的数据都表明没有什么理由勇敢地向前发展时，洛夫莱斯坚强的支持对于实现一家别具一格的公司这样一种抽象概念是至关重要的，因为这家公司最开始就是“蓄意的不合理”。不这样进行也有其充分的理由：这家公司将依靠那些“外来”创新者，经营亏损必须承担许多年。此外，尽管遇到了真正的阻力和“不能这样做”的好心劝说，资本集团必须以一种有限制但持续的速度向前发展，在20多年中随时抓住机遇。

资本集团的国际投资开始于20世纪50年代中期，要进行限制或者撤出的各种理由曾多次出现。最初，国际投资业务量非常小（对行业和资本集团来讲都是如此），而且在这个业务中，没有哪家投资管理公司做得很好。个人和机构投资者的需求实际上为零，前景一成不变、不容乐观。一些关键的个人投资者性格怪异，而且所处的地点又非常遥远。在20世纪60年代末和70年代初的最低谷时期，资本集团的国际业务不断亏损，国内业务也仅是微利经营，撤销这项羽翼未丰的国际业务应该是轻而易举的事情。

许多年来，向前发展的唯一原因就是洛夫莱斯两代人的强烈支持，这种支持基于个人的情感，但也仅是一种出于直觉的激励（短期的理性往往聚焦于近期的主要数据，而长期的理性往往很难记载或者证明）。

乔恩·洛夫莱斯本人对全球投资的一贯支持至关重要，最终使得公司的国际业务成为很大的一项业务，而且占据了资本集团里一个很大的部分，这令资本集团内外的大多数旁观者十分惊讶。到20世纪末，国际投资业务几乎相当于资本集团国内业务的一半。

向前看，国际投资业务的各种挑战堪称经典：如何既在本地做得足够好又在全球做得足够好；如何深深地根植于每个国家级市场，同时又不让其主要精英成为自己过去成就的囚徒（因为他们在那里做得非常成功而无可代替，所以纵深或是横向都无法发展）；如何理解和有效地应对国与国之间商业道德上的重大差异，尤其是许多新兴市场国家的商业伦理；如何让公司总部的大门永远地为那些“归家的英雄”敞开，因为这些英雄在一个遥远的市场里将其职业生涯中的许多时光都花在了为公司忠实服务的事业上；如何在个人和职业发展以及每个人的薪酬上保持公平合理，因为有数百位专业人士在不同的国家工作，他们的薪酬标准、所得税都有相当大的差异，而且汇率也在不断变化，此外，他们的业务和职业挑战以及机遇都完全不同。资本集团认识到它必须应对这些挑战，才能成为世界范围内真正的统一实体。

“为什么一个西海岸的……国内业务……经理……需要不断地在国际研究和投资领域亏损呢？”

问得好，尤其是在20世纪70年代中期，当国际投资的历史一直都是负面效应时，这个问题就更显得及时。在美国的数百家投资管理公司中，也只有另外两家公司（泰普莱顿公司和斯卡德–史蒂文斯–克拉克公司）在定期做国际投资业务，但是这两家公司都没有获得真正意义上的成功。(注)

在日内瓦经过了几乎20年的持续性经营亏损之后，资本集团面临几个严重的问题：资本监护信托公司机构投资业务正遭受严重亏损；共同基金公司的销售额跌到了20年来的最低点；美国基金发售人公司正在亏损，并且失去了大部分批发商（见第五章）；投资管理行业的前景黯淡；资本集团整体在最近一个季度（1975年第一季度）也出现了亏损。

“我们的大部分证券投资组合经理对国际投资都持反对意见，而且从他们的角度来看理由也很充分。”戴维·费希尔[注]承认。费希尔即将成为这项孤立无援的业务的领导者。

资本集团的国际投资业务早在1955年[注]就开始了，当时科尔曼·莫顿在乔纳森·贝尔·洛夫莱斯的支持下建立了一支国际投资员工队伍，比这个想法在美国完全普及起来整整早了30年。《佩利报告》（*Paley Report*）预测美国将严重短缺重要的原材料。在这个报告的启发下，JBL决定支持莫顿让他来试一试。

资本集团此前的国际投资经历根本没有什么起色。仅在两年前，莫顿于1952年才开始对国外投资产生兴趣。他决定将焦点锁定在拉丁美洲，想在下一年安排访问拉美所有主要城市[注]并制订计划[注]建立泛美基金公司。由于投资者和经纪人都毫无兴趣，他很快就放弃了这个想法。“当然，今天我们都知道，”莫顿笑着回忆那次塞翁失马般的短暂失败，“那真是幸运。”当时南美洲国家正在进入一段长期的军政时代，从而严重地限制了经济发展。还得经过一代人的时间，投资者才会意识到拉丁美洲潜在的丰厚利润，尽管当时的机遇和今天一样令人激动。[注]

1955年，和国际资源基金一起，资本集团成为美国最早进行国际投资业务的公司之一。

在莫顿的敦促下，[注]资本集团收购了自然资源基金管理公司及其伙伴加拿大自然资源公司，并将其合并。不幸的是，资本集团未能研究股

东组成，而股东组成中包括大量的非常小的股份。这使得管理和服务这个基金的成本高昂。

尽管国际投资业务很小（而且持续亏损），但是乔恩·洛夫莱斯仍坚持将这项业务搞下去，还要渡过之后长期糟糕的年景。费希尔充满感激地解释："乔恩在20世纪60年代早期捍卫了国际投资业务。"

资本国际公司的业务是从肯·马西森–格斯特[注]（Ken Mathysen-Gerst）开始的，这位荷兰人想把国际投资作为达到他个人职业独立的一种手段。1962年春[注]，总部决定在欧洲建立一个办事处[注]，其主要的功能是监测美国公司的国际经营状况，同时跟踪欧洲竞争对手的情况。日内瓦办事处立即要做的事情就是为资本集团下属的共同基金公司找到能够投资的国际股票。在20世纪60年代早期，美国投资公司将自己10%以上的证券投资组合投在了美国之外的地方，比这种投资被普遍接受足足早了25年。这个水平也要比大多数共同基金公司所能考虑的水平高得多，因此，资本集团决定独辟蹊径，开创了国际投资和获得良好结果的独特的记录。

尽管性质非同寻常，但是给予资本集团早期致力于国际投资和国际研究支持的这种概念基金非常强大。国外的价格收益比明显很低，尤其是在1962年年初，当美国股市处于上扬期时更是如此。这种股价比对资本集团这样的长期投资公司来说很有吸引力。此外，对越来越多的美国公司来说，具有决定性的竞争优势来自他们在美国之外的业务。[注]而且随着国际竞争的加剧，资本集团的分析员们需要了解国外竞争对手的第一手资料，这样才可以为在全球市场上竞争的美国公司估测长期的前景。

在乔恩·洛夫莱斯的支持下，格斯特创办了资本国际公司。[注]"两个人都非常喜爱数字，"尼莉·希克斯基回忆说，"但是他们的私交并不深。马西森–格斯特几乎不会对别人表达个人感情，也不表示喜欢谁。"

最初，日内瓦的“办事处”设在了格斯特的汽车库里[注]，真正的办事处终于在1963年落成。同一年，新颁布的《利息平衡税法》（*Interest Equalization Tax*）使任何美国公司在国际投资中获利的希望彻底破灭。最能表明国际投资暗淡前景的例子就是，国际资源基金被悄悄地并入了美国投资公司。

尽管资本集团的国际投资业务20多年来一直亏损[注]，还有来自洛杉矶的一些人的强烈不满，因为他们看不到致力于搞全球投资的好处，但是乔恩·洛夫莱斯仍然坚持资本集团致力于搞国际投资业务的战略方针。洛夫莱斯给资本集团的是作为国际投资者的一种至关重要和无可替代的时间优势，这后来竟然得到了创纪录的良好结果。回过头来看，尽管他的领导可能并不完全理性，但是起到了作用：洛夫莱斯对国际投资潜在的重要性有着强烈的感觉。费希尔就是建设这家公司，尤其是在新兴市场上搞投资所需要的精力充沛的企业家（见第十一章）。

对国际投资的努力使得资本集团在20世纪60年代末期开发了后来成为衡量国际投资结果的全球性标准：EAFE指数（即欧洲、澳大利亚和远东联合股票市场）。最早提出要开发必要的数据库的人是希姆普，他认为，为了以负责的、信用的方式进行国际投资，并且了解证券投资组合顾问们是否真正地在增值，资本集团必须拥有一个客观和公平的标准进行比较。为此目的就制定了EAFE指数。大部分数据以前从来没有收集或者处理过。

除了为资本集团内部的管理状况提供一个客观的衡量标准外，公司还将于1970年对外发布EAFE指数和支持数据，来帮助承担在日内瓦大笔的经营成本，这一资料对外被称作《资本国际展望》（*Capital International Perspective*）。[注]“不好说格斯特是否真的相信乔恩会继续支持公司年复一年地支付日内瓦办事处的开支。”沙纳汉承认。他回忆了当年设立EAFE指数的另一个真实的原因：“之所以为EAFA整理编辑数据，目的就是让资本集团的分析员在日内瓦有事做。”

为了在发展业务中寻求帮助，1972年，鲍勃·埃格尔斯顿邀请大通曼哈顿银行来做资本国际公司50%的所有者。邀请被接受了，但是合作一直没有开展起来。大通曼哈顿银行和资本集团都有自己的设想，但是双方都错了。大通曼哈顿银行期待提高国际信誉，而资本集团则期待在国际经销方面得到相当大的帮助。可是大通曼哈顿银行的分行管理者却没有薪酬刺激来帮助资本集团，因此他们做的工作很少，而投资于一家合资公司对加强一家大型商业银行的国际地位也没起多少作用。[注]（1986年，费希尔安排向摩根士丹利出售国际股票指数业务的营销权和出版《资本国际展望》等事宜。[注]双方达成的价格弥补了资本集团多年累积的亏损后仍绰绰有余，为开发这项业务所投入的资本提供了良好的效益。）

资本集团曾面临巨大的困难，而且随着公司向全球化方面发展，还将继续面临巨大的困难，尤其是在合资公司的运作方面。资本集团里时间最久、关系最紧密的合资公司意大利资本基金创建于20世纪70年代早期。当时来到纽约办事处的客人想要创办一家50%在意大利境内投资、50%在意大利境外投资的共同基金公司，因为这样的公司可以充分吸引意大利的投资者。[注] 20世纪70年代早期发展的一项重大的业务：意大利资本基金的非意大利证券投资组合和资本国际基金（两者都完全在美国之外销售）由资本集团在日内瓦的办事处经营管理了30多年。[注]

乔恩·洛夫莱斯将注意力转向了开发资本集团的全球投资管理业务，将重点放在了为美国的投资者设计和创办一个合适的共同基金公司上。1973年，他的主要动作之一就是聘用了伯纳姆公司的研究部主任沃尔特·斯特恩（Walter Stern）[注]，请他担任新视野基金的董事长。在那些可能将资本集团的新基金销售给自己客户的零售股票经纪人中，斯特恩的名声是“了解一些关于国际投资方面的事情”，有这一点已经很重要了，因为公司的计划书中授权新视野基金将其证券投资组合中高达25%的部分在美国之外投资。[注]（当新视野基金在1973年被承保时，这是有

史以来第二个最大的共同基金公司出售物[注]，也是资本集团全球和国际业务发展中迈出的一大步。）

格斯特想搞自治，试图把日内瓦办事处办成一个完全独立的营利中心[注]，但是洛夫莱斯和沙纳汉坚决反对建立独立的业务部门，其反对的部分理由至少是格林威治基金管理公司的失败。所以不可避免地出现了针锋相对的争执，而必然的结果就是格斯特离开了资本集团转投瑞士隆奥银行。他的离开出于几个方面的原因：他去了一家瑞士的企业银行成为合伙人而且薪酬更高，资本集团不同意以0.10%的“特殊费”接受沙特的一个大型账户，以及他私下担心他与别人不融洽的个人关系会限制自己的职业发展。

与此同时，洛夫莱斯对国际投资的长期重要性充满了信心，进而做出了一个大胆的承诺：如果别无选择，他可以自己出钱承担资本集团里从未盈利过的国际投资业务的全部损失。他的观点极其鲜明：“这件事情我们必须做！”

这时，资本集团内部已经达成共识，对各个行业的研究要以全球的眼光来进行，公司里的分析员也到世界各地的公司进行调查和开发研究资源。除了一两个星期的调研差旅，许多员工还利用资本集团半年至一年的驻外机会（和自己的家人一起）来获得沉浸式的经验和知识。

同时，在美国国内的机构投资业务中，资本集团从开始较小的进入者发展成为机构股票管理行业的领头羊，而且在经过了25年的调整和转型之后开始获利。1975年，几乎没有任何养老金或者捐赠款投资在外国的股票上，但是到了2000年，大多数大型基金都在搞国际投资，典型的国际业务已经提高到股票资产几乎10%的部分。国际投资业务蒸蒸日上，资本集团超过了其他公司，成为市场上名副其实的领袖。

当资本集团的欧太增长基金于1980年引入时，美国之外股市的全部价值还不到15 000亿美元；到2000年，所有股市的价值增长了7倍，达

到12万亿美元（同一时期，美国管理的国际共同基金公司数量骤增，从11家飙升到550家）。现在，几乎拥有100万投资者账户的欧太增长基金是美国最大的国际增长基金，而且遥遥领先。

国际投资业务的构建目标定在了四个领域：第一，通过美国基金稳步构建资本集团面向美国机构和个人的国际投资业务；第二，发展资本集团在新兴市场投资的全球领先地位；第三，在日本、英国和欧洲大陆等主要市场发展资本集团的投资业务；第四，在印度、巴西、加拿大和意大利等特定的国家（尤其是要进入这些国家的消费市场）建立合资公司。

总的来说，从最初一个非常低的基础开始，这个发展规模真是太大了（而且仅用了20年）。“在20世纪80年代初，费希尔就像收养一个孤儿那样继承了资本国际公司，”罗滕伯格解释说，“当他成为公司非正式的养父时，公司的规模很小，只有5亿美元的资产，而且还在亏损。(注)公司毫无疑问是凶多吉少了。”

费希尔是以一种戏剧性的方式继承资本国际公司的，这个事件本身就表明了他的同事们对他的坚决支持。1981年，费希尔感到自己在做了研究部主任10年之后事业还没有多少进展，担心自己永远没有机会负起自己梦寐以求的那种发展国际业务的企业家的责任。在绝望中，他接受了华尔街一家主要公司第一波士顿公司的总裁阿尔文·休梅克（Alvin Shoemaker）的邀请。经过一段频繁密切的接触之后，对方给费希尔提供了第一波士顿公司发展迅速的全球机构股票经纪业务部主任的头衔（薪酬也很高），而且费希尔几乎接受了这个职位。洛夫莱斯感到震惊。沙纳汉走进牛顿的办公室，随手关上了门：“戴维刚刚辞职！”牛顿大吃一惊：“我们该怎么办？”沙纳汉说：“我想我们可以留住他。如果你现在去和他谈话，这件事就有挽回的余地。”

牛顿立即去见费希尔。他们谈了整整一下午。为了让他能和朋友有

一段安静的时间找出有效的解决方法，沙纳汉劝迈克·约翰斯顿暂时代理费希尔的工作，因为费希尔原来被指派去东京做一次演讲。这就使得沙纳汉和费希尔两个人有时间坐下来进行一次只有多年的朋友之间才会有的坦诚的谈话。与此同时，第一波士顿公司的一位高级职员兼研究部主任吉姆·弗里曼也以朋友的身份提醒他将面临“宫廷政治”的风波，并劝他不要接受这个职位。

洛夫莱斯希望说服费希尔留在资本集团，就请戴维和他的妻子玛丽安娜晚上一同出来散步。费希尔没有去，他待在家里准备烧烤晚餐，但是曾在资本集团做过合伙人并希望借此机会和乔恩·洛夫莱斯谈一谈（即使是在这种微妙的情况下）的玛丽安娜同意出来走走。

他们停下来观看当地一所中学的橄榄球比赛。当他们默默无语地观看球赛时，玛丽安娜回想起洛夫莱斯多年来考虑周到、善解人意的工作作风，这传递了比语言表达更为清晰的信息。通过玛丽安娜，戴维·费希尔很快收到了这个“信息”。看完球赛之后玛丽安娜·费希尔对丈夫说：“你不能这样没有耐心，戴维，尤其是和洛夫莱斯在一起更不能没有耐心！”

“他怎么说？”

“关于你们的生意？”

“对。乔恩怎么说？”

“戴维，这事儿他根本没提。”

费希尔当即明白了洛夫莱斯理解了他要走的原因，并且在给他传递着信息。

第二天，费希尔去见洛夫莱斯。洛夫莱斯先开口：“我没有意识到我阻碍了你去做国际投资业务！戴维，这工作全归你了！”

宣布费希尔新的工作职务之后，从日内瓦打来了许多表示担心的电话。洛夫莱斯意识到并非每个人都乐于让费希尔主持国际投资业务。为了打消他们眼前的顾虑，洛夫莱斯每天主动给日内瓦打电话，这样他就可以及时了解那里的问题并帮助他们解决。一周之后，日内瓦请洛夫莱斯不用那么频繁地打电话了；又过了不久，他们建议他根本不用打电话了。

今天，向国际投资发展的举措帮助资本集团解决了资产规模受限制的问题[注]，而这个问题如果当时没有处理好，今天就有可能随着公司管理的资产越来越多，限制性越来越强。首先，在国际市场上投资使资本集团的分析员和证券投资组合顾问能得到的证券投资组合市场扩大了一倍，所以对持股规模的监管限制就显得不那么有束缚力或者限制性。对资本集团这样以研究为中心的组织来说，更重要的是，跑赢指数的最佳方式就是最大限度地扩大所能获得的和能够有效利用的信息量。正如费希尔所讲的那样："通过我们自己的研究可以获得国际上更多公司的信息，这常常给我们带来很大的优势。"

资本集团不惜斥巨资在世界各地开发当地的投资知识和专门技能，因为资本集团认识到太多的国际投资"专家"考察的国家太少、太肤浅，所以不可能真正掌握他们应该知道的东西。旅行非常重要，因为经常旅行的人能够亲眼看到变化。早在20世纪60年代，为了增强公司对整个世界的了解，每个职业投资人都被分配到一个地区让其认真地去了解这个地区。典型的任务就是两三个星期的公出（每年两三次机会），再加上周末时间，也许再多一个星期的时间来了解各个国家的文化：音乐会、舞会、剧院、历史文物等。费希尔坦承自己对前往世界各地很感兴趣，他说："地方越是不同就越有意思。"

资本集团的国际投资业务在每个主要国家的市场上都得到了发展。在英国，经过20多年的产业整合，全国养老基金中越来越大的比例集中到数量越来越少的投资管理公司手里。在20世纪70年代，有20家投资公

司曾被认为是英国的领头公司。然而，这些管理公司却一个接一个地被披露出不良的投资结果，最后竟然纷纷退出了机构投资业务（投资管理公司的这种淘汰过程又因为四大咨询机构权力的集中而加速，在向大型英国退休基金推荐的投资管理机构中，这四大咨询机构起着举足轻重的作用）。到1985年，仍然作为主要竞争者的机构投资管理公司只剩下了12家。到2000年，合格竞争者的数量更是减少到6家。

资本集团驻伦敦的第一个办事处开办于1979年。[注]几年来业务发展得都很慢。美国的一家主要客户美孚公司1984年成为资本集团在英国的第一家客户。20世纪80年代，资本集团成为新兴市场上的领袖，20世纪90年代，资本集团在英国的投资业务已经相当强大。

20世纪90年代，资本集团有两个战略选择：集中精力成为一个国际投资专家，或是通过赢得英国国内的委托管理获得更多的英国资产。鉴于资本集团在国际投资（尤其是在新兴市场投资）上具有明显的实力，走专家的战略之路更为保险，但是第二条路可以获得更大的账户，而且资本集团一直在证明自己是一家英国国内资产的管理公司。资本集团的一些人对于努力赢得新客户的国内委托管理持有异议，因为这么做需要有令人信服的前景，即一家美国公司在英国做股票投资业务应该比传统的英国管理公司有更好的表现。他们认为，更好的战略应该是从资本集团在新兴市场上现有的客户那里获得更大的国际专家委托管理权。最终，资本集团选择的战略是，集中精力成为一家管理英国和欧洲大陆机构资产的主要的全球性管理公司（其中包括管理国内资产），而不仅仅是一家国际专业公司。

资本集团在英国最初的新业务发展目标是，通过赢得几个样板式的委托管理，获得英国投资咨询公司的关注。在获得了一些决定性的账户之后，新的业务重心转移到了与四个大投资咨询公司合作并通过他们来销售基金，因为这四家公司就如何选择投资管理公司给大部分基金提供咨询。当时的形势非常有利：越来越多的英国基金都在寻找新的投资管

理公司，而且欢迎非英国的公司来管理英国境内的资产。当然，这就意味着他们可能考虑自己还不了解的管理公司，所以这就使咨询公司的信息和估价变得更加重要。而这一点又给资本集团带来了相当大的优势。在英国，资本集团目前越来越多的人认为是一家主要的全球性管理公司——同时管理着国内和国际资产，而且公司所构建的特许权也越来越强。资本集团尽管还没有被看作纯英国国内委托管理的领袖，却是管理英国基金的五大管理公司之一。

同样，在欧洲大陆，资本集团也是全球性和欧洲性的管理公司。截至2000年，资本集团已经赢得了欧洲150多个机构客户，3年之后，这个数字又增加了一倍。长期来看，欧洲经济一体化将使传统的单一国家的管理公司和单一国家的养老基金处于相对不利的地位。欧洲的基金需要多样化管理，不能再强调单一的本国公司的管理，而投资管理公司也需要多国投资的能力。这些变化给资本集团和其他具有跨国投资和全球投资管理能力的大型公司带来了好处。

另一个重大的业务发展机遇在日本[注]，因为到2000年，资本集团在日本已经发展了差不多100个机构账户，而且呈现出不断增强的势头。资本集团在日本开始的身份是作为一家新兴市场的专业公司，逐渐发展成为广义上的国际委托管理公司，接着又发展了日本国内的账户。鉴于日本目前正在调整庞大的退休金体系，资本集团有机会成为日本国内的主要投资管理公司。（大多数欧洲和美国的专业公司进入日本之后都待不长久，因此对日本公司和行业的复杂性都不甚了解，这本身就给以专业研究为方向的资本集团带来了非常强大的竞争优势。）

在澳大利亚，资本集团是占主导地位的美国管理公司。在新加坡，资本集团是最大的国际投资管理公司。

从整体上来讲，资本集团的国际投资经历一直都很鼓舞人。费希尔说："如果我们把事情搞糟了，那就是因为我们骄傲自满，相信了我们

自己的媒体报道。”认识到在过去的10年中，资本集团和其他组织筹措了发达国家的大笔资金并将其投资在发展中国家，费希尔预计未来发展中国家将实现大规模的增长。

鉴于资本集团对国际投资业务如此努力，罗滕伯格期待：“我们的一些优秀人才不仅不是美国人，他们还有可能是从其他国家直接聘请的，而且他们还会知道，如果想实现自己成功的职业生涯或者成为资本集团重要的领导者，他们都不必到美国工作。”不过目前，公司大部分收入仍来自美国，而且由于所有事情都是围绕着洛杉矶的轨迹运转，总存在“总部综合征”这样的风险。正如费希尔所认识到的那样，“发展成为一个真正全球性的组织对资本集团来说是一个巨大的挑战”。

“我们知道让‘归家的英雄’重回到已经变化了的等级制度中可能很困难，因为那些原来待在组织里的人都得到了提升，而且打造了许多成功的关系。尽管如此，我们的宗旨还是让最优秀的人才到海外去发展，而且许多人不用回到洛杉矶也可以得到提升，因为我们将变成一个真正全球性的大型组织。”[注]

自1979年年初鲍勃·柯比说了那段让人永生难忘的话之后，资本集团已经取得长足的发展。柯比这样说：“如果10年之后，直接外国投资能够占我们资产总额的5%，我就到珀欣广场上去裸奔！”费希尔可没有忘记这番话，他后来送给柯比一张经过精心修改的照片，四周镶嵌着他那句让人永生难忘的话语，修改的方式非常巧妙，肯定会让人过目不忘：柯比正兴致勃勃地践行着他的誓言、光着身子在跑步。

---

1. 由于资本集团40%的研究分析员都出生在美国之外的地方，所以资本集团越来越频繁地使用“非美国的”这个术语来代替“国际的”，而且将美国投资包括在“全球”之中。

2. 摩根担保于1974年宣布决定将5%的养老金股票用于国际投资。富达投资公司和普特南基金动手比较早，但也只是偶尔购买“外国的”股票。早期用在国际投资上的资金主要投在了英格兰和荷兰。大多数欧洲国家、所有拉丁美洲和亚洲国家，会计业务都是不一样的。

3. 戴维·费希尔所成长的家庭环境并不富裕，他和父母住在棕榈泉自己家的小型汽车旅馆的一套房子里。“生活中的一切都是偶然。”费希尔对自己早期生涯评述道。他所在的中学里只有10%的学生上了大学。费希尔拿到预备役军官训练团的奖学金，到加州大学伯克利分校读书，毕业之后到密苏里州的伦纳德伍德要塞服役。他了解到如果能够上研究生院读书，他的军队服役期就可以缩短，而附近的密苏里大学商学院有一个营销学专业，他就说：“我报名学习！”随之上了学。在学习期间，费希尔学习了一门投资课程。毕业之后，费希尔来到通用电气公司聚合塑料厂，在杰克·韦尔奇手底下工作。在通用电气公司工作了三年之后，他被聘用到Smith Barney公司的电气设备部门担任分析员。“我从未听说过Smith Barney，”费希尔坦白说，“1968年，我对一家机构投资公司做了我的第一次研究访问，这家公司就是资本集团，他们的分析员是麦克·沙纳汉。接着，机会再次降临在我的身上。麦克让我帮助他培训一个新的分析员。这使我和麦克有了相互了解和熟悉的机会。”当沙纳汉被提升到研究部主任的位置时，费希尔被邀请到资本集团来分析电气设备（1969~1972年）。分析覆盖面逐渐扩大，将消费电子产品也包括了进去，因为日本人正在扩大自己的品牌影响，其中包括索尼、松下和日立。“所以我明显需要做的事情就是前往日本。除了短暂去过蒂华纳之外，这将是我的第一趟美国之外的旅行。”

4. 资本集团的第一次国际投资是在1954年由美国投资公司做的荷兰皇家石油公司。

5. 通过阿瑟·安德森和大通曼哈顿银行。

6. 和管理纽约办事处的哈迪·霍尔一起。

7. “泛美基金公司让我们接触了莫德尔·罗兰公司的利奥·莫德尔，”莫顿回忆说，“我们在合作项目中与Borax公司的利奥·莫德尔和Kidder Peabody公司的埃迪·韦伯斯特走到了一起，但是没有持续多久。我们最初买了Borax公司10%的股票并期待购买其余的部分，但是股价上扬了3倍。所以我们体面且高兴地接受了‘失败’，拿着利润走了。”

   这时，资本集团至少与“国际”有了联系。“Borax是一家外国公司，我们有了联系。泛美基金是国际公司，至少应该是。这意味着，”莫顿笑着说，“我们当然就是国际投资的大专家啦！预测各种矿产严重短缺的《佩利报告》刚刚出炉，正在吸引对全球自然资源投资的注意力。所以，在沃德·毕晓普的强力支持下，我们于1961年接管了国际资源基金（该基金是若干小型自然资源基金的组合）并加上我们当时委婉称之为‘人类资源’的基金，就开始了国际投资业务。”莫顿摇着头，露出了充满悔意的笑容，接着说：“我们的冒险并没有坚持多久。”

   哈里·西格曼受聘和莫顿一起管理国际资源基金，在最初的阶段起到了关键作用。作为石油行业的分析员，他很快开始分析国际石油公司，其中包括荷兰和英国的跨国公司。受到国际投资长期投资机遇的吸引，他轻而易举地从石油业分析员转型到了国际分析员。西格曼分析日本公司，为资本集团在1959年成为第一家（通过国际资源基金）大量投资日本股市的机构投资者做出了重要的贡献。他最初的行动是认识到日本的保险公司在夸大储蓄，因而对收益大打折扣。当时日本的银行股以3倍的价格出售，每股收益为9%，Normura公司的销售人员经费捉襟见肘，资本集团还得为他们买午餐。西格曼由于不易与人共事，离开了资本集团，走的时候“已有很大的名气”。他后来成功地经营日本基

金（与Prudential Bache、Paine Webber和Nikko证券的合资公司）多年。1969年，他加入了富达投资公司，开创了该公司的第一家海外投资公司富达太平洋基金，并担任富达公司的副董事长直至2001年（他于那年年末去世，享年73岁。去世之前他担任国际投资顾问公司的总裁，这家公司主营投资于韩国证券的对冲基金）。

8. 1968年，莫顿再次离开资本集团去尝试一家新的公司——国际地质海洋公司，公司的宗旨是从红海里所发现的“热洞”获利。由于中东地区持续不断的战争风险，该公司于1970年停业清算。

9. 肯·马西森–格斯特得到了吉姆·富勒顿提供的夏季工作机会，“如果你能自己从这里去加利福尼亚，我们就聘用你，就一个夏天。”他于1959年全职加入资本集团。他生长在印度尼西亚，父亲为英荷壳牌石油公司工作（第二次世界大战时被日本人囚禁）。他曾在墨西哥短暂生活过一段时间，并在美国海军陆战队服过役。因此，他同时可以持有荷兰、瑞士和美国的护照。这使他充满了信心，认为不管世界上发生了什么，他都能够生存下来。

10. JBL和莫顿参加了在纽约市举行的这次会议。

11. 马西森–格斯特将伦敦排除是因为伦敦“目标太过明显且不是真正的欧洲风格”，将德国和法国排除是因为“另一个国家不会高兴”，尽管他是荷兰人，但是他也排除了荷兰，比利时也不行，因为他的法语不够好，但是他可以在日内瓦提高法语水平，而且这个城市地理位置处于西欧的中心，所以就选定了日内瓦（有人说让马西森选定日内瓦的主要原因是这里离滑雪场很近，还有人说机场离市区很近）。

12. 比如今天，沃尔玛在巴西的圣保罗是最大的零售商，在阿根廷的布宜诺斯艾利斯是第二大零售商。

13. 心脏病发作之后，JBL每年都和妻子去英国、法国和意大利旅行；这时他又加上了日内瓦，在那里逗留的时间很长，至少要有三次晚餐聚会：一次在格斯特的家里，一次在西埃里·范迪芬特（Thierry Vandeventer）的家里，一次在一家酒店里由JBL做东。这些小规模的晚餐不仅有关人士都到场，而且中间还经常夹杂着电话和信件的往来。

    范迪芬特于1963年毕业于哈佛商学院，之后加入了资本集团。他放弃了摩根公司和大通曼哈顿银行的机会，这很让他的父亲担心，因为“搞金融的加利福尼亚人”名声不太好。洛夫莱斯和富勒顿给范迪芬特留下了深刻的印象。他和格斯特只进行了半个小时的面谈，面谈是在从纽约市中心的耶鲁俱乐部到拉瓜迪亚机场的出租车上进行的。当时格斯特正准备乘飞机去华盛顿。

14. 为了给营业费用提供足够的资金，莫顿和洛夫莱斯联合授权并严肃地签署了一张5万美元的信用证，但是他们并不是正式授权的签署人，因此哈迪·霍尔和他的秘书黑兹尔·拉泽尔就签署了正式的授权书。马西森–格斯特带着这份授权书前往日内瓦。1962年6月，他在银行排队等待开立账户，听到站在他前面的人抱怨，他们都在等着撤销账户，并且哀叹他们在股市上的重大损失。他的脑子里不断地闪现这个问题：“我究竟在做什么、我把资本集团领向了什么地方？”

15. 尽管营业亏损是真实存在的，但是核算这些亏损会与洛夫莱斯的决心相悖，因为洛夫莱斯决心不搞“以利润为中心的会计核算”，他喜欢将这些支出看作投资。

16. “在最早的几年，当地的股票经纪人主要为共同基金公司的证券提供托管。后来，因为大通曼哈顿银行是资本集团在欧洲的托管银行，而且双方的关键人物相互之间都有私交，所以很自然地邀请了大通曼哈顿银行共同经营资本国际S.A.公司。”西埃里·范迪芬特这样解释。麦克·沙纳汉补充说：“大通曼哈顿银行是我们的国际托管银行，而且在当时还是我们的股票经纪公司。由于他们收取托管费再加上‘经纪佣金’（大通曼哈顿银行可以从中获利的一种交易税），所以我们当时做的生意对他们比对我们更有利可图。”

尼莉·希克斯基很快负责起繁重的寻找、收集和整理所需要的广泛的数据的工作，并且主要负责制定后来十分著名并被广泛尊重的《资本国际展望》。希克斯基生于埃及的犹太人家庭。20世纪50年代，当阿拉伯人和犹太人之间的关系变得越来越紧张时，她父亲不得不离开埃及。在瑞士，他成为伊拉克地毯的主要经销商。希克斯基解释说：“在我们被迫离开埃及之前，我们家很富裕。之后我们就变得一无所有了。在20世纪60年代早期，我上大学时是当然的左派，并且对社会主义很感兴趣。我们当时都那样。我需要一份工作才能继续留在大学读书。报纸上只刊登了一份兼职工作的广告，所以我就准备应聘这份工作。”希克斯基打算过完元旦就开始工作，但是很愿意雇用人的格斯特说：“根据你的宗教信仰来看，12月25日对你没有什么意义。干脆从那天开始工作吧。在年底之前我们有很多紧迫的工作要做！”

“关于如何制定EAFE指数，大主意都由肯来拿，我做具体的工作。”希克斯基回忆说。范迪芬特懂得数学，就制定了一种有效的方式根据世界主要股市的结构抽样设计EAFE指数，就诸如规模、行业和国家等特点将抽样与数据库相匹配。（Battelle纪念学院的顾问也前来协助。）希克斯基继续说：“肯具有真知灼见，并且经常给别人做很多的解释以厘清自己的思维过程。我所知道的一切都是从肯那里学来的。他能预见到中国将成为经济大国、黄金价格不会停留在40美元之上。肯是第一个知道世界经济将相互联系并且最终实现一体化的人，所以投资人和投资行业必须是全球性的。”

17. 大通曼哈顿银行销售这家合资公司的服务没有像销售自己的服务项目那样积极热心，所以资本集团感到灰心丧气，于1980年将其买回。

18. 此后一直被称作《摩根士丹利资本国际展望》。资本集团继续持有少数股权。

19. 阿涅利家族认识大通曼哈顿银行的戴维·洛克菲勒，所以资本集团就成为被估价的若干共同基金公司组织之一。

20. 在意大利银行于2000年收购波士顿的先驱基金之前。在加拿大，新斯科舍银行销售若干个共同基金公司的产品，其中包括固定缴款员工福利基金。

21. 斯特恩对国际研究和投资尤其感兴趣。就当时对国际投资业务的了解而言，伯纳姆公司是美国少数几个具有经验或者“外国股票”能力的证券组织之一。斯特恩毕业于威廉学院（在这里认识了霍华德·施彻）和哈佛商学院。他为人低调，但是在发展证券分析的领域里广受认可，并被尊为领袖人物。30年来，他一直坚定地支持资本集团发展国际投资业务。

22. 当《利息平衡税法》取消时，这个比例被提高到了30%，后来在主任的提议下公司成为全球性的基金时，这个比例被提高到了50%。

23. 比这个更大的是1.62亿美元的Gerald Tsai的曼哈顿基金。

24. 日内瓦办事处在法律和章程上是独立的。

25. 日内瓦办事处经营着资本集团的不同业务，尤其是新视野基金更是如此。所以即使国际业务在亏损，总的来说日内瓦办事处还是盈利的。

26. 如果不是受特殊规则限制并成为控股股东，单个共同基金不可能持有联邦储备银行超过10%的资产。而如果一家共同基金在一家公开上市公司里的投资超过其资产的5%，那么这家基金就会受不同的特殊规则限制，成为“特殊”投资公司。

27. 创办人是戴维·比弗斯和雪莉·皮尔顿。比弗斯不想让全家从伦敦搬到日内瓦，所以格斯特建议他在伦敦开一个办事处。比弗斯回答：“这太荒谬了！不能因为我不想搬到日内瓦去，我们就在伦敦建一个办事处吧。”在20世纪80年代初，资本集团的研究分析员赴欧洲旅行时开始使用伦敦的这个办事处。

28. 驻日本办事处的主任是帕克·赛姆斯（Parker Simes）。赛姆斯的父亲是占领军部队的律师，以平民的身份和美军待在一起并结了婚。赛姆斯在回到美国上学之前的第一语言是日语。哈佛商学院毕业之后，他来到资本集团工作。许多年来，对他来说，高质量投资记录都不如家族关系、相互的生意关系或者（由管理者小圈子所制定的）低价格重要。

29. 洛克菲勒中心国际大厦的第36层楼设有资本集团驻纽约市的办事处。办事处的墙上挂着的一块牌匾非常适合一个以研究为基础的全球组织的性质，同时能让人回忆起一个曾在第二次世界大战中为盟军做过重大贡献的组织的过去：“1940~1945年，这层楼的使用者是英国的安全协调部。当时这里是全世界最大的情报组织的枢纽，该组织的主任威廉·斯蒂芬森就是温斯顿·丘吉尔称为‘勇敢者’的那个人。”

第十一章 新兴市场

给读者的提示

随着冷战结束，全世界发生了重大和有利的变化：命令主义政府让位于自由市场、技术和更开放的社会，对外部投资者限制性的监管减少了、放宽了或者取消了。资本集团的研究和个人决策的传统为资本集团迎接一次重大的全球性机遇提供了全面的准备。资本集团在所有发达国家主要市场上的影响和其越来越被认可和欣赏的正直诚信，使之成为世界各机构在新兴市场上投资的首选管理公司。

在新兴市场的投资管理领域遥遥领先的资本集团，所管理的投资额比排名其下的10个管理公司所管理的投资总额还要多。然而，尽管实力如此强大，资本集团却又是第一个对“新兴市场”这个术语的合法性提出严重质疑的公司，比如如何从约旦、泰国、希腊和韩国等截然不同的市场摸索出一套合适的规律？

观察国家从贫穷走向小康的经济学家们想要投资于受经济景气影响非常大的消费产品，但是在新兴市场上销售这些产品的公司（可口可乐、吉百利、百事可乐、高露洁、宝洁、雀巢、索尼、日立、本田、沃尔玛和通用汽车）的总部都设在了发达国家。

有经验的投资者也认识到从贫穷到富有的过渡对债券来说，比股票更为有利。

对资本集团来说，管理新兴市场的投资一直都是规模非常庞大、增长迅速和利润可观的业务，资本集团也一直在基础研究能力

方面不断地投入。此外，当作为新兴市场的专家或者作为全面的国际专家来竞争新的投资领域时，资本集团在新兴市场上成功的投资经验给自己带来了优势。至少同样重要的是（如第十章里所述），这些专业的委托管理业务可以变成全球性的委托管理业务，包括客户本国市场上的国内投资，即使这些国家是日本、英国或者其他欧洲国家。

新兴市场的故事就是资本集团的经典故事。有信心的人获得了实现自己梦想的空间，而且随着企业的逐步成长，资本集团还给他们提供强大的资源支持。除此之外，运气也扮演了重要的角色：资本集团获得了最初的购买权完全是因为公司之外的一个人（而且是在资本集团不知情的情况下）促使资本集团被纳入了挑选的程序。随着一个接一个的新兴市场国家向国际投资者开放自己的股市，新兴市场的投资已经被世界范围内的大型机构所接受。在正确的时间处在正确的地点固然很重要，但是一个人锲而不舍和不懈的努力也是非常重要的。这个人就是戴维•费希尔。

资本集团遥遥领先[注]的新兴市场投资业务几乎胎死腹中。

“戴维·费希尔说过这样的话：‘这就是未来。我们先冲过去！’”鲍勃·柯比解释说，“戴维几乎一手发明了新兴市场的投资。”[注]

机遇可能会不期而至，机遇的来源也可能出乎人们的意料。资本集团丰富的新兴市场投资经验是从远离资本集团或者洛杉矶的地方开始的，而资本集团本身对此并不知情。一位在经济学和俄罗斯研究这两个领域获得学位的荷兰年轻人安东·范·阿特马尔（Antoine van Agtmael）怀着当一名“国际人士”的梦想从耶鲁[注]来到了信孚银行。由于在银行的培训项目中成绩良好，他获得了挑选工作岗位的权利，据认为这是一项非常容易的选择：他或是去巴黎，公司的办事处正好位于这座光明城市的闹市中心，或是去遥远的泰国首都曼谷，那里有公司的一个工作条件相对较差的办事处。他做出了迅速的、出乎人们预料的选择——曼谷。

在泰国4年的工作经历中[注]，范·阿特马尔清楚地了解到，一些一流的公司正在这个第三世界国家经营。回到美国之后，他调到了世界银行的国际金融公司（IFC），该公司的中心任务就是鼓励私人资本流向发展中国家。在国际金融公司，范·阿特马尔在资本市场部的一个自愿“加班”研究团队工作，其主要任务是开发数据库来证明在第三世界可以找到非常优秀的公司。

这个研究团队斗志昂扬，觉得他们有事可做了，而且是一件非常大的事情。第一步就是为国际金融公司的一个新兴市场指数（其基本原理和资本集团的EAFE指数一样，也是出于客观衡量的需要）建立数据库。尽管最初在世界银行内部遭到了质疑和反对（世界银行内部有经验的人对于在不发达国家里试图开发公共股票市场是否有用，提出了严重的质疑），但是为这种投资先建立一个基金这个想法最终占了上风。

国际金融公司希望这个基金通过刺激大型机构投资者的资金流动，以有利于投资者和东道国的条件推动证券投资组合发展，这个基金还可以鼓励更多的公司发行证券，拓宽大型公司的公共股权，改善当地资本市场的运作，增加可获得的金融工具，提高向投资者披露信息的标准；将更多的股票资本带到当地市场又不影响当地的监管，并在国家市场和全球资本市场之间建立联系。

世界银行可能会因为这种冒险性的投资而被看作一个政治性太强和官僚气息太浓的机构，更糟糕的是，还可能被称为天真的理论化的社会改良者，所以倡导者决定只有来自私营部门的商业实体才有可能将他们的想法合法化。一个成功和获利的例子远比一系列的学术论文有说服力。因此，第三世界实体基金的原始计划书[注]既是提供给潜在投资者的契约书，又是吸引不发达国家的手段，因为这些不发达国家想提高他们公司盈利状况的透明度，并且让自己的市场对外部的投资者变得更加开放。建立这个新基金的想法最初是范·阿特马尔及其世界银行的同事们在所罗门兄弟公司在纽约举行的一次会议上想到的。

一位有经验的国际投资者[注]严肃地提醒世界银行的官员：“听你说在不发达国家里投资，就好像这是我们应该履行的庄严的道义和责任。这可绝不是我们的道义和责任。

“没有哪个头脑清醒的职业投资人有兴趣在上帝都抛弃了的国家里搞什么‘投资’，因为这些国家没有希望也没有可能从他们长期的苦难、腐败、违约和掠夺中解脱出来！”

他接下来的话又让世界银行的官员们感到吃惊：“坦率地说，我认为我们正在讨论为严肃的长期投资者提供一次重大的投资机遇。这些国家的增长潜力巨大，许多公司都经营得非常好，但是你不能指望认真的投资者真的把钱投入这种所谓的‘第三世界’或‘不发达国家’基金或者别的什么基金里，因为这种基金问题重重。

“至少你们应该给它起一个好听点儿的名字，这样你们也许会有一半的机会！”

周末，世界银行的官员们真的采纳了这个建议。星期一，他们达成了共识，决定不再使用也不许别人使用诸如“不发达国家”和“第三世界”等术语。现在，他们一直在使用“新兴市场”这个术语，而且制订计划来建立一个新的、封闭式的投资公司，从而在那些陌生的、不发达的市场上投资。

最初的计划很简单：请12个非常大的机构投资者——分别来自12个主要国家，来投资总额为6 000万美元的资金，每个投资者出资500万美元。[注]这个数量可以在纽约证券交易所取得合格的上市资格。计划看似简单，实际的贯彻（开始时很快）却非常困难。IBM的资金注入得很快，荷兰的主要机构投资者荷兰退休基金（PGGM）动作也很迅速。法国的巴黎银行也同意了，但是日本的基金没有到位。

德国的参与取决于一个偶然事件。很幸运的是，就在几个月之前，

范·阿特马尔在前往法兰克福的7个小时的航班上和德意志银行的首席执行官、富有个人魅力的艾尔弗雷德·赫豪森（Alfred Herhausen）座位相临。他们简单地谈到了在东南亚投资的问题。这个借口就足够了，范·阿特马尔从世界银行打电话给赫豪森。尽管赫豪森很可能不记得在飞机上的那段谈话了，但是500万美元这个数量微不足道，而且这个建议听起来很是宏大，所以他在电话里就同意了这个建议，并说这个主意“很值得赞扬”。很快，他的一个助手就确认了这笔资金的注入。

另一个关键步骤是选择投资管理公司。(注)资本集团甚至没有被列入名单，但是资本集团很幸运，而且是非常幸运。美国教师退休基金会的一位职业投资人因为对自己公司放弃这个新机遇而感到失望，就建议国际金融公司考虑资本集团，因为她希望在那里得到一份工作。(注)

后来，资本集团所获得的这个重大机遇到来时并没有什么浩大的声势，最初还遭到了广泛的质疑。“1985年8月，我们接到了世界银行下属的国际金融公司的电话，”费希尔回忆说，“他们想和我们谈一谈关于我们能否管理他们所谓‘新兴市场’的投资问题。”因为资本集团是少数几家有国际投资记录且至少在新兴市场上做过一些投资的公司之一。

从众多常规因素考虑，费希尔最初认为对资本集团来说，在新兴市场投资不是什么好主意，但是他决定先看一下。他了解得越多，对此产生的兴趣就越浓。认真考虑了投资的机遇之后，他确信资本集团应该投身于新兴市场。当费希尔首先倡导在新兴市场上投资并且要大规模去做时，“搞全球投资这个想法当时看根本不可行”。

在资本集团，就投资新兴市场这个问题，很快形成了赞成和反对两派阵营。反对派认为，这种非同寻常的投资所能带来的商机不会很大，而组织强大的实地调研（这也是资本集团的专长）却要付出高昂的成本，因此这两者之间的经济账不划算。“我们知道成本肯定会很高，因为我们在质量观上是一丝不苟的，”费希尔回忆说，“而且对一些人来

说，商机显得太微不足道了。但是对另一些人来说，商机却非常可观，很明显需求量很大。”（大需求量使得由其他投资组织管理的封闭式国家基金[注]的出售价格非常高，尽管这些基金中的大多数资产都临时投资在了美国的短期国库券上，管理公司却还在寻找可能的投资。）

投资领域问题也很重要：会计和信息披露标准很低，股市既不开放也不透明，在“内部”交易盛行的股市中资本集团只能作为外来者参与竞争。顾虑重重的观察者提醒说，新兴市场有可能崩溃，而外来者甚至没有机会预料或者无从理解崩溃的原因，这本身就会对投资者和资本集团造成伤害。此外，这些国家本身、这些国家的经济和市场以及他们对投资者的态度相互间差异很大。[注]费希尔说：“所以，明显的问题就是，为什么要在像巴西、印度尼西亚或者希腊这样的国家投资而让我们的职业声誉受到损害呢？”

“积极的意义还不太清楚，但是我们认为优势还是不少。”费希尔说。资本集团对新兴市场投资的态度将基于这样一种观点，即这些国家正在发生巨大的社会变化，这些变化将给许多公司带来机遇，其中的一些公司将实现大幅增长，而资本集团若想增加价值，关键方法就是挑选最具潜力的公司，首先必须通过资本集团自己的实地调研尽早掌握关于它们的第一手资料。

对有耐心的投资者来说，在新兴市场上以低价格投资是个非常好的交易，尤其是当以低市盈率（这正是新兴市场的特点）买进迅速增长的、真正世界级的大公司时更是这样。费希尔继续说：“这将是我们学习重要课程的良机。用业务战略术语来说，如果我们能够占得先机，就会为将来的竞争排除成本上的障碍。”

1985年10月，费希尔到资本集团的董事会上争取拿到继续进行的授权令。董事们之间的分歧很大，所以洛夫莱斯没有用投票表决的方式，因为那样会使董事会两极分化。他巧妙地将投票表决推迟到了下个月的

董事会上，因为他知道这样费希尔就有一个月的时间进行游说。费希尔的游说工作卓有成效，在下一次董事会上，他被授权加入竞争，管理国际金融公司的新兴市场基金。(注)

在给国际金融公司的陈词中，费希尔和埃格尔斯顿提到了资本集团做国际投资的历史和资本集团愿意承担亏损数年的诚恳态度。

1986年1月，国际金融公司选定资本集团来管理一只资产预计超过5 000万美元的封闭式基金，这个数额达到了纽约证券交易所上市的最低额度要求。但是让世界银行的发起人感到失望的是，这只基金没有达到5 000万美元的最低数额从而没有成功上市。(注)对一些观察者来说，这只基金似乎是在“带伤行走”：不公开、不明显；数额不够大因而无利可图；在各种新兴市场上因数额不够大而不起什么作用，更糟糕的是，它还没有起步就胎死腹中了。

向国际金融公司许下承诺之后，资本集团知道进行广泛的实地调研的成本将超过从国际金融公司的基金得到的45万美元费用。光是为了承担这些成本就需要做更多的业务，而这些业务肯定要来自美国退休基金公司。所以资本监护人公司开始登门拜访，而一些电话公司(注)（美国电话电报公司、太平洋电话公司、贝尔大西洋电话公司、纽约电话公司）成了首批客户。

争取让公司之外的机构投资新兴市场的运动给资本集团的内部和公司的领导带来了挑战，尤其给洛夫莱斯和费希尔带来了挑战。尽管两人的性格迥异，但是两人之间的私交非常好：费希尔总是充满了乐观的梦想，而且做决定时非常果敢决断；洛夫莱斯却很保守，而且行事谨慎。费希尔可以做出一系列具有企业家创业精神的决策，接受一些不可避免的错误，但是改正之后继续前进；洛夫莱斯则避免任何错误，在做出长期承诺之前必须对结果进行充分、细致的考虑。

费希尔想大胆地开发资本集团在新兴市场上的投资项目，并因洛夫

莱斯想稳扎稳打而恼火。洛夫莱斯则希望费希尔集中精力加强共同基金公司的业务。费希尔承认洛夫莱斯认识到他的计划是一个重大的机遇，还给予了赞扬。即便如此，费希尔还是抱怨说：“乔恩，我十分尊重你的想法，但是大家都会认为如果我在共同基金公司工作，我只是个给你拎包的家伙。”

在获得了国际金融公司委托管理的10多年里，资本集团在新兴市场上的资产以每年27%的速度增长，达到了130亿美元。15年之后，资产超过了250亿美元，客户来自29个不同的国家，而且投资团队里的工作人员分别来自30个国家。在前往伦敦和莫斯科的路上，费希尔说：“仅在15年前，假如我们胆敢预测新兴市场国家能够达到他们今天的水平、他们的公司和证券能像今天这样被估价，我们是会让人笑掉大牙的！”

今天，资本集团是全世界最大的新兴市场投资者，而且规模无人能及，但是公司仍然没有为零售市场开发一个纯粹的新兴市场股票共同基金。费希尔解释说：“我们不想让新兴市场股票共同基金被错卖给投资者。那样做很容易将精力都放在收益上而忽视了风险，这是十分危险的。而且市场的流动性确实是个问题[注]，少量资金就可以使这些新兴市场大幅度地波动，而且我们希望把投资者的资金从一个领域移向另一个领域，这样就可以避免一些问题。”

为了实现有管理的增长（符合当前和潜在的机构投资者的最大利益），主要为大型机构投资者提供的新兴市场增长基金，将新股份的销售额限制在上一年年末已发行股票的25%。罗滕伯格解释说：“我们公司的宗旨并不是筹措尽可能多的资产来管理。相反，我们的宗旨是为已经在我们基金里投资的投资者做最合理的事情。”

1994年，资本集团终于向个人投资者推出了新世界基金。[注]这只基金参与了新兴市场的经济，却不是新兴市场的股票基金。为了使这只基金适合个人投资者（市场价格更加稳定、流动性更强），这只基金的设

计形式是混合型的，既有新兴市场的债券，也有在新兴市场上做各种业务的总部设在发达国家的公司的股票。

资本集团在开发新兴市场的业务中遇到过且还将遇到无数挑战。一种类型的挑战是这样的：印度的一家保险公司曾与资本集团搞过一家合资投资公司，后来又与加拿大永明人寿保险公司成立了联合体。永明人寿保险公司坚持要这家印度保险公司所有的资产管理公司都并入这个联合体，所以印度的这家保险公司与资本集团60∶40的合资公司[注]不得不在1998年终止。

与巴西的BBA信贷银行建立的一家合资公司也停业了，部分原因是寻找股票投资管理的退休金资产所预计的扩大计划没有实现[注]，另一部分原因是合资公司固定收入基金的证券投资组合经理违规使用杠杆融资和衍生产品。合资企业承担了客户的全部损失，因此没有出现起诉或者监管问题，资本集团却付出了1 000万美元的代价，在正式招股说明书中明确禁止杠杆投资。衍生产品杠杆投资加剧了市场下滑的影响，因为衍生产品杠杆投资在股市上扬时有良好的收益，赢得了很多业务。国与国之间的商业做法再次证明有很大的差异。认为别人会如何想和做的种种假设再次证明非常危险（这个问题解决之后，与巴西BBA信贷银行的工作关系保持了下来）。资本集团之所以将内部的标准制定得非常高，是因为资本集团认识到重新制定自己的业务流程和文化标准非常重要，而不应该通过与另一家公司的结合而试图突击建立一家公司。

以新兴市场投资者的身份建设资本集团的庞大业务绝非一帆风顺：新加坡的一次重大投资还没有兴旺起来之前就不景气了。在1985年摩根士丹利组织的东南亚旅行团中，费希尔就是其中的几个机构投资者之一。在那次旅行中，费希尔会见了当时在新加坡的政府投资公司担任市场债券投资首席执行官的黄国松（Ng Kok Song）。政府投资公司是世界上最大的基金之一，“为未来几代人”投资达1 000多亿美元。最初，黄国松在琢磨费希尔这个人：“如果他真的在认真考虑投资，那他为什么

老是笑呢？”但是，在接下来的几天里，他对费希尔了解得更多之后，他的看法变了：“戴维真正表现出了好奇心。他提问题就是为了了解情况，他不耻下问，任何问题都可能提到。他给我留下了印象。”

几个星期之后，费希尔打来电话说：“让我们一起做点儿事情。”其他投资公司的经理们都在自豪地向政府投资公司保证他们会为新加坡人做功德无量的大事情，因为他们的公司实力强大，可是费希尔却只想一起做点儿事情。他说：“我们认为我们可能会对你们有些帮助，但是我们知道，当我们努力提高我们对世界这一地区的重要性的认识能力时，我们可以从你们这里学到很多东西，因为你们对这里真是再熟悉不过了。”对黄国松来说，这种态度完全不同于其他公司的态度。费希尔向他建议了一个正在日本引入的全球性股票基金，并将由资本集团来做咨询，黄国松表示同意。

这成为一场灾难。[注]日本经纪人搅乱了证券投资组合。当投资者想赎回时，经纪人以实物支付给他们，赚走了流动性好的高等级资产。结果，政府投资公司和其他长期投资者手里的非流动性剩余资产却脱不了手。尽管开局很糟糕，但是费希尔和黄国松两人发展了非常亲密的个人和职业关系。现在，资本集团是政府投资公司最大的管理者，而政府投资公司则是资本集团最大的客户之一。

但是双方都给予了很多的理解和坚持。从糟糕的开局到发展成亲密的伙伴是从费希尔的坦诚开始的：“天啊，事情可不应该那么做！”当然还有黄国松放眼未来的慧眼。他们的第一步就是为政府投资公司单独建立一个账户。投资结果从一开始就很好，但是黄国松想要的不仅是一般的客户关系，他想要的是一种特殊的关系和资本集团在新加坡开业的承诺。

新加坡通过富有想象力的中央计划、一丝不苟的贯彻执行和严格的规章制度，仅用了一代人的时间，经济地位就从第三世界一跃跻身于第

一世界，并且决定成为亚洲的主要金融中心，直接与香港和东京抗衡。一个关键步骤就是通过吸引西方世界的主要投资组织在新加坡开办分公司（最好是设立它们在亚洲的总部），将自己建成一个投资管理中心。有着悠久成功贸易历史的新加坡政府推出了几大优惠政策：若干年的免税期和从政府投资公司开立的大额的首笔资金，一般为1亿美元。新加坡想要得到的东西也非比寻常，其中包括为年轻的新加坡人提供职业培训。

费希尔愿意以主要合伙人的身份搞创新，而且政府投资公司拥有庞大的资产。尽管如此，如果黄国松想要一种“特殊的”关系，那就应该是一种非正式的理解，因为特殊的合同在资本集团是不能被接受的：每个客户都应该得到其他客户都能得到的完全一样的服务。因此，两个人同意按君子协定来一步一步地实现一种特殊的关系。

下一步就是资本集团于1989年在新加坡建立了一个办事处。就连这一步也并不容易。资本集团认为至少需要两个资深管理者来经营公司在新加坡的业务，所以5 000万美元的首笔资金（其他管理公司认为这已经绰绰有余）太少了，除非政府投资公司愿意支付更高的费用。马克·丹宁（Mark Denning）的家原来在新加坡[注]，所以他很高兴返回新加坡开办资本集团的办事处（资本集团还聘用了丹宁父亲的私人助理奎尼·陈在此工作）。从1985年就开始工作的罗布·洛夫莱斯（Rob Lovelace）[注]和丹宁一起开办了这个办事处。

当资本集团想将公司的亚洲证券交易部搬迁到新加坡，以便让商人们更密切地与那里的证券投资组合顾问合作时，障碍出现了。这个初衷正好符合新加坡政府想把自己国家建成金融中心的远大计划，但是官僚们禁止资本集团从事交易业务，除非资本集团为自己的交易业务获得证券交易许可，而要弄到这种许可就会涉及各种规章制度，而且要向各主管部门缴纳现金押金。资本集团提出了异议：作为投资管理公司，资本集团只能代表客户发出交易指令，不能以交易商的身份来做市和冒险。

坚持全球业务一贯性的资本集团是不会申请这种许可的，因为资本集团的业务策略是不受其他国家或地区的证券监管机构的监管。消除两种交易商（做市商和代表客户发出交易指令的机构投资者）在语义上的差异和解决错综复杂的官僚问题[注]花了好几年的时间。

资本集团和新加坡政府投资公司之间还出现了一次短暂的误解：政府投资公司想建立一个特殊账户在泰国投资。这个建议与资本集团反对搞专业化过细的证券投资组合的政策相冲突。最后双方还是达成了共识：政府投资公司占有足够的股份“承担”非流动性风险。

随着时间的推移，资本集团和政府投资公司发展了广泛、和谐的关系。政府投资公司的证券投资组合经理可以邀请资本集团的分析员参与研究会议，当然除了涉及讨论买卖决定的事宜之外。政府投资公司的分析员、证券投资组合经理、资本集团的分析员和证券投资组合顾问联合在圣迭戈附近举行了为期两天的研究会议。

---

1. 这个事实并不被广泛知晓，因为大部分资产都从私人那里筹措到了三个类似的封闭式机构基金里面：一个为日本客户在卢森堡定居的用途、一个在欧洲、一个在北美。资本集团所管理的新兴市场资产相当于资本集团25年前所管理资产的总和。
2. 1994~1998年，在新兴市场指数的总收益为负的困难年代，沃尔特·斯特恩的支持是至关重要的。
3. 他在荷兰经济学院获得了文学学士学位，在纽约大学获得了工商管理硕士学位，在耶鲁大学获得了文学硕士学位。
4. 他所管理的一个小型投资银行包括该国的主要股票经纪人、承销人、研究室和投资管理者。
5. 众多好处的最终结束语颇为坦率：“当然，不可能保证所有这些预期都会实现。”
6. 摩根公司的弗朗西斯·芬利（Francis Finlay），他是国际投资的领军人物：最初在摩根公司工作，接下来服务于拉扎得兄弟公司，后来他拥有了自己的公司——克莱–芬利公司。
7. 500万美元的投资额可以使投资者在董事会上获得一个席位。
8. 约翰·坦普尔顿（John Templeton）被认为是美国的首席国际投资者。（坦普尔顿1987

年为新兴市场建立了第一个在纽约证券交易所上市的零售基金。）因此他的公司收到了邀请，同时被邀请的公司还有波士顿的格兰瑟姆公司、梅奥公司、范奥特鲁公司。斯卡德–史蒂文斯–克拉克公司没有被邀请，原因是已经和国际金融公司参与开发了韩国基金。TIAA–CREF（由安德鲁·卡内基发起的学术退休基金的管理公司）也在被邀请之列，但是其婉言谢绝了邀请。

9. 她的愿望没有实现。

10. 比如韩国基金。

11. 这些国家的面积大小、经济、政治、资源和文化都有着天壤之别。“事实上，这些国家之间的差异真是太重要了，”费希尔说，“在资本集团，我们很有可能停止使用‘新兴市场’这个涵盖面太广的术语。”

12. 新兴市场投资这个问题的分歧当然不仅存在于资本集团。当福特基金会后来将500万美元投在资本集团的新兴市场增长基金里时，世界银行前行长罗伯特·S·麦克纳马拉愤怒地说：“这是我听到过的最愚蠢的主意！”

13. 为了达到这个最低要求，费希尔打电话给ARCO退休基金的肯特·戴蒙：“请你帮我一个500万美元的忙！”最终筹措到的资金仅为4　400万美元，其中包括国际金融公司自己拿出的400万美元，这个数额不够纽约证券交易所上市的资格。实际上这是塞翁失马，假如这只基金上市进行公开交易，很有可能以净资产价值的贴现（就像封闭式基金一样）很快在市场上出售。

14. 在哥伦比亚大学教授罗杰·默里（Roger Murray）的倡导下。

15. 流动性的限制是资本集团拒绝提供单一国家或区域新兴市场基金的主要原因，但是不提供这些特殊基金的主要原因是，他们坚信充分管理的财产委托最终会符合客户的最大利益。

16. 这只基金是在罗伯特·洛夫莱斯的领导下设计的。

17. 组建于1994年。

18. 因为只有少量的资金投在了股票上，所以对实质性增长的期待值是可以理解的，但是并没有发展下去。

19. 几乎20年之后，这段经历仍然令资本集团隐隐作痛。当年的这段经历以庄严的许诺开始，但是这些许诺很快就被许诺人自己的错误所耽误，以至于贻笑大方。资本集团的一些人仍对和日本的经纪人做生意心存疑虑。

20. 丹宁的父亲曾担任过Martel Liquors酿酒公司的地区经销商。

21. 罗布·洛夫莱斯在普林斯顿大学学的是矿产经济学，以全优的成绩毕业并成为Phi BetaKappa学术荣誉协会会员。1985~1986年，洛夫莱斯担任采矿分析员。接着，被费希尔看中认为他可以在新兴市场投资上发展，他一直负责对墨西哥公司的分析，部分原因是他会讲西班牙语。他是克莱尔蒙特研究生大学的理事。

22. 由Baring公司爱捉弄人的交易员尼克·利森（Nick Leason）所造成的Simex转租失败发生得较晚。假如这次失败来得早些，解决这种语义上差别所花的时间还要更长些。

第十二章
人力资源

给读者的提示

在世界历史上，从来没有哪些人能像今天的机构投资者那样对公司、经济、技术或者政府了如指掌。他们定期与公司的首席执行官、政府的高级官员和经济及工业领域的专家会晤。他们掌握着海量信息，利用那些可以快速便捷地处理各种数据的功能强大的技术设备就可以轻易获取这些信息。他们和其他有类似特权的专业人士在网上的工作时间很长，并受到权贵的尊重，因为他们手中操纵着别人的数额庞大的资金。

在这些人中，投资经理人对这样一种明显的讽刺现象流传着这样一个玩笑：尽管他们可以像法官似的评判各个公司，随便批评某家公司的管理层，但是他们自己的公司根本达不到他们给别的公司制定的标准。

“这是一项关于人的业务”是投资界里最常听到的行话，但是这种业务的重要性很少在投资公司和个人的实际工作中体现出来。大部分公司都非常松散，而且随意性很强。人员聘用一般都是随机而定、充满偶然性。职业发展是员工个人的事，富有建设性的反馈少之又少。薪酬（其制定通常没有多少解释）就是公司和员工就员工工作表现进行交流的主要工具。

在大多数投资公司里，个人的职业生涯都因公司业务随着变幻莫测的市场、新产品和战略发展的改变而受到积极影响或者消极影响。结果，才华横溢的员工往往感到自己需要换个公司才能发展自己的事业。

资本集团深知，投资管理和为投资者提供服务的成功与否取决于公司能否吸引、开发、组织和激励杰出人才来公司工作，并让他们有效地和别人合作，开发和提供卓越的投资结果并为投资者提供优质的服务。

资本集团是世界上杰出人才和工作热情高涨的知识工人最大的聚集地之一，但是资本集团值得世人认真研究的并不是数量上的东西，而是其质量上的东西。

- 在人员聘用工作上所表现出的严谨和认真的作风以及所投入的大量时间。

- 经常性和全方位的审查、评估、培训程序，通过这种程序，资本集团的每个员工都能继续学习如何更好地提高自己。

- 不断寻求与每个人的能力和兴趣匹配的岗位，这样每个人都可以作为整个公司的一部分起到最佳作用。

- 认真查找有可能限制个人或者团队取得成就的桎梏，并将之排除。

- 系统、有序地消除可能扭曲或者妨碍公司不断做出理性决策的等级制标志。

- 经常性地调整团队和小组的人员组合和员工数量，这样在一起工作的员工就可以产生最佳生产力、取得最大的职业和个人成就。

- 营造相互信赖、相互尊重和相互欣赏的氛围，最大限度地减少“摩擦性”障碍，最大限度地增强沟通。

- 因为显而易见的实际结果是能够确定报酬和被认可，从而绝不需要做出任何承诺或者要求，这就催生了一种真正谦虚的态度。

资本集团“知识工人”的管理方式别具一格，因为这个行业传统上盛行的是推崇大腕和明星；在这里，自我为中心的傲慢性格十分普遍，个人的薪酬非常高，为了追求优质的投资结果而进行的激烈竞争很容易激发利己主义。

随着资本集团所管理的资产越来越大，员工的数量越来越多，员工的性格越来越多样化，所服务的各个市场之间的差异越来越大，重大的（关于人员、投资和企业的）决策数量、多样性和复杂性都逐渐加剧，资本集团在管理上面临的挑战也将越来越多。

和以往一样，管理上的挑战不仅在数量上骤增，还能提高公司的决策能力，而决策能力的提高速度完全超过了这种能力提高的需要。

“做你真正喜欢做的事情，不做你不喜欢的事情。祝你开心！”

这话听起来很简单，但这绝不是说“做你自己的事情”。[注]资本集团没有人会犯这样的错误。如果谁采纳了这种简单、肤浅的观点，那他就不会看到事情的深入性和复杂性，结果就是资本集团会让他失望，他也会令资本集团失望。

资本集团在管理上的主要挑战并不是管理投资或者为投资者提供服务，尽管这两项任务显然十分重要。和所有专业组织一样，资本集团的主要挑战是发现、开发杰出的专业人才，并将其组成一个有效的团队，使之不断地取得优秀的业绩。所以，衡量资本集团成长的正确尺度（也是衡量任何专业公司的尺度）就在于公司第一流人才的数量，以及他们被组织起来的有效方式。[注]在资本集团，这就意味着吸引才华横溢、富有激情的人士，将其有机地组织起来、使其共同产生最佳的长期投资结果和为投资者服务。

“人们都喜欢做自己擅长的事，”比尔·赫特回忆说，“非常有能力的人喜欢做他们做得很好的事情，他们不太喜欢做自己做得比较一般的事情。”正因为如此，资本集团的员工[注]才受到鼓励集中全力地做他们做得最好、真正喜欢做的事情。也正是基于这个原因，当年轻的分析员感到有充分把握时，即被鼓励去做投资决策。“如果经过一段时间，你想做的事情不是越来越多，那么你的结局就是你做了许多你不想做的事

情，”赫特说，“人毕竟只活一次。”

洛夫莱斯拒绝找人来填补“一成不变的”组织里的各个岗位。相反，他先开始找人，然后开发出一种组织结构能让这些人集中精力做自己最擅长的工作。（员工也常被提醒，别人可能会对他们最擅长的工作形成一种概念，从而只给他们越来越多的同一类型的工作。）因此，公司鼓励不断变化和个人发展，这样可以帮助员工更多地了解自己、更多地学习他们不太了解但可能适合他们的事情。

职业是根据具体的个人及他们的能力和兴趣的变化而开发的。这就是说要不断地适应单个的职业人，所以员工从直接的个人经历了解到资本集团总有他们“合适的”地方，而在这些地方他们会不断感受到个人发展和为公司做贡献的挑战。

资本集团努力使每个员工都能付出自己最大的努力，这并不是通过控制手段，而是通过排除障碍。沙纳汉承认：“但是如果想成功地贯彻起来的确很困难。”有两个非同一般的例子很能说明问题：在洛杉矶总部工作了30年之后，比尔·牛顿现在并不在他家所在地怀俄明州杰克森霍尔的办公室办公，麦克·沙纳汉也不在他家所在地棕榈沙漠的办公室办公。

聘用杰出人才的这种工作早在20世纪20年代JBL时代就开始了，那还是在资本集团成立之前。乔恩·洛夫莱斯解释说[注]：“归根结底，我们公司能够发展成为世界上最大和最成功的投资管理公司之一的主要因素就是，我们员工的质量。”[注]

另一个优先考虑的问题是公司的设计，这种设计将资本集团工作环境中的所有方面都合理化、和谐化。设计包括了货币和非货币薪酬、每个人的职业挑战和个人发展机遇、投资信息和思想的沟通（重点永远是实效性，而不是“效率”）。

公司迅猛发展导致了人员聘用量激增，平均聘用期却大幅缩短。因此，增长不仅使得在职业投资人之间保持畅通无阻的有效沟通变得十分困难，而且使得保持企业文化中最好的个人品质变得异常困难，因为这些东西往往都非常微妙和棘手。将一个组织的文化毫不缩水或者毫不歪曲地传递给新人绝非易事。机构记忆的准确性也大打折扣。下降的过程表面上可能是渐进的，但是后果是累积的，而且几乎总是消极的（为了有助于抵消迅速发展和雇用许多新手的问题，资本集团设计了一个新颖的“资深员工”项目，其宗旨是鼓励关键部门的资深管理者在正常退休之后再留任几年）。

在一家迅速发展的公司，这些问题显得尤为严重，因为公司里来自不同国家和文化背景的新员工要在许多国家工作（其中的许多国家相距遥远，与美国差异非常大），而且他们的工作不同、担负的责任也不尽相同。资本集团同时面临所有这些问题。1975年，资本集团的职业投资人中有80%以上的人都住在洛杉矶市区；今天，这个比例已经下降到15%。随着国际投资的发展，现在资本集团分析员中的40%来自32个不同的国家，而不仅是美国。资本集团在8个国家设有19个办事处。员工的数量从1975年的304人猛增至2003年的6 000多人。

资本集团的管理始于个人，也终于个人。这就是说，管理实际上开始于聘用有经验的人才和在研究生院聘用有潜力的新手。蒂姆·阿穆尔（Tim Armour）[注]讲述了聘用人才这种挑战的严重性：“20年前，我们的职业投资人总共不到30个。但是今天，仅仅是为了跟上我们业务发展的速度，我们就需要每年增加20个新的职业投资人。这对我们所有的人都是一个重大的挑战。”

除了花大量的时间在校园面试工商管理硕士之外，资本集团每年还面试50多位有经验的职业人，尽管最终能被邀请加入资本集团的职业人只有其中不到10%。资本集团从来不过于主动地追寻有经验的人才。“相反，我们让他们知道，如果他们有兴趣和我们谈，我们会很高

兴地和他们见面。这样有助于定准基调。”[注]资本集团从经验中总结出了这样的方法：在面试每个候选人时至少要有两个合伙人，而且要面试两次，然后再安排时间请其他人来进行一系列的面试。“我们认为聘用人才就像结婚，如果婚姻破裂了，我们认为那是我们的过错。”

在聘用时，资本集团刻意寻求员工在国籍、文化和职业背景方面的多样化。公司喜欢将具有四类不同背景的人组合在一起：新毕业的工商管理硕士、具有行业经验的人才、来自其他投资公司的职业人和来自资本集团合伙人项目的人才，该项目通过公司内部的特殊培训项目专门培训大学毕业生。培训优秀大学毕业生的合伙人项目[注]最初是作为一个实验项目，但是项目进行得非常成功，已经成为资本集团不断寻求优秀年轻人才工作的重要部分。据费希尔所讲，“该项目实行20多年来，参加培训的大部分人都为公司做出了重要的贡献”。在过去两年的正式培训中（培训的重点是公司的管理和投资工作），参加培训的每个人都要花4个月的时间在6个领域里接受培训，比如管理、营销和投资。每个位置都给受训者足够的时间从没有竞争力过渡到具有竞争力，让他们切身感受如何做好每一项工作。其中有1/6强的人最终进入了投资业。[注]合伙人项目的概念基础可以追溯到JBL时代，当年他所代表的且做得最好的两个价值观在其他公司往往都会发生冲突：坚守传统和致力于创新。

资本集团十分明确的做法就是，聘用工作走在实际需要之前，这样，公司就能储备足够的人力资源，不至于在发展迅猛到来之前措手不及。在21世纪初的熊市期间，众多公司都在裁员，资本集团却不仅没有裁员一人，而且聘用了数百名新员工，其中包括16位高级职业人才。

资本集团总是在行业呈下降趋势时聘用和增加人才，因为这种做法对所有人都是“赢”：资本集团得到了一些非常优秀的人才；这些人才离开受困扰的公司，这样他们原来的雇主常常会感到如释重负，因为这些人有了合适的去处；这些人去的地方是真正需要他们的地方。这需要勇气和长远的眼光，但是作为具有强大的金融实力的私营公司，资本集团

可以为这种做法拨出预算金，至少从理论上是这样做的[注]，并且进行长期投入，就像公司针对客户的做法一样。

在若干工商学院的校园里面试二三十位候选人的做法可以为资本集团吸收一些非常杰出的人才。卡林·拉森[注]（Karin Larson）解释："当然，现在你必须谨慎些，因为现在的年轻人想来投资管理公司是受到了高薪的诱惑，而不是对这项工作的性质本身有多深的理解。"

面试的内容非常全面（而且令人感到疲惫），考官们的目的是考察面试人员的诚信、职业道德、幽默和眼光等个人品质。"我们找的人应该具备这些特点，比如常识感、好奇心、谨慎但不固执、富有创造力、自信但不傲慢。"拉森说。接着就开始寻找个人与他们将研究的行业之间的匹配。这种匹配确实很重要，但是大多数人自己不能很好地解决。IBM公司一位工程师的简历中说他曾发表过一些短篇小说，并将其描述为具有想象力的科幻小说。这种创作才能十分关键，可以使他成为专门针对那些依靠自主创新公司（不是高科技公司，而是零售商）的成功的分析员。

为了避免在聘用过程中出现疏忽和不够严谨的现象，资本集团在两天的时间里一般都为每个候选人安排15~20次面试。每位合伙人都从不同的角度考察候选人是否具有成功投资的潜力。"我们知道一个人智商高并不能意味着他能成为有效率的证券分析员，"拉森说，"如果太精明并且总想再多寻找一个细节，可能会妨碍做出正确的决策和对某项投资的真正理解。另外，我们尽量避免将一个从来没有买过股票的人排除在外。也许他们以前从来没有机会炒股，也许当他们真正做起股票生意后会做得很好。"

花了这么多时间，有些合伙人会怀疑每个候选人都需要这么多的人来面试是否值得，而且用多票通过的方法挑选存在明显的风险：被淘汰的门外汉有可能就是一位投资天才。但是大多数人都认为，这种做法给

候选人一个自己判断的机会，让他们自己决定资本集团是否适合他们，而且自我选择一直都是有效聘用过程的一个组成部分。有些人随着面试次数的增多会表现得越来越好，但是也有人变得过于自信，以至于松懈而再没有上佳表现。有些候选人认为这个过程太长了，干脆放弃。

但是，拉森说，挑选人才就像做投资，“如果你觉得你需要快点儿跳上船，那么随后的经验就会说：站住！别着急，慢慢来，你得做出最好的决定。这些人将在公司里工作很长时间，因此，我们很容易看到为什么一开始多花些时间做出真正正确的决定总是一种有回报的投资”。

今天，在责任、受尊重度和工资待遇上男女平等，但是以前并不总是这样。玛丽·费希尔指出50年前在美国男女的待遇差异非常明显，她认为今天的现实有着早期的根源：“JBL的两个女儿非常有能力。和女儿们的接触使他坚信女性应该得到足够的机会展示她们的才能。当我在1951年加入资本集团时，公司一共只有19位员工，我就是公司里的第一位职业女性。当我们的一位分析员从洛杉矶分析员协会开会回来说刚刚有一位女性成了协会的第一位女会员时，我就明确地感到我也应该申请加入协会。”玛丽·费希尔真的递交了申请，成了该协会的第二位女会员，并且成为第一任女主席。今天，资本集团的各个部门里有无数的女性在重要的领导岗位上，比如研究部主任、证券投资组合顾问、客户关系经理和业务部门的经理。

在资本集团，没有人培植接班人，因为每个人都有自己的优点和做贡献的方式。资本集团的员工也不想做完全适合别人的工作。如果一件工作是围绕着一个新工作者的特点和利益精心设计的，那么这个人就会更高兴，工作成果也更大。在洛杉矶西部戴维·费希尔杂乱无章却让人心情愉悦的小办公室里，墙上悬挂着一段镶嵌木框的禅宗语录：“对生活艺术大师而言，工作和玩耍没有多大区别，劳动和休闲没有多大区别。”注

既然公司成功的关键就是让有抱负的杰出人才在一起有效地合作，所以管理层的首要任务和责任就是吸引那些因为喜欢合作才来合作的高效率人才。如果人们有能力、精力充沛、讲道德并且有组织，别人很快就会说，“他们上船之后，我们才知道我们是多么需要他们”。[注]管理层的下一个任务就是继续将公司打造得适应其员工，这样，他们才能实现合作的效率。

随着公司规模不断增大，将工作的定义个人化就变得越来越困难，尤其是在传统部门或者业务部门。“随着我们的规模不断扩大，我们并不能确认我们是否总是能够对公司和价值观采取同样的态度，”柯比承认，“但是我们都愿意尽我们的最大能力让其长久地经营下去。”资本集团的显著特点是让员工自己选择工作，这种灵活性很了不起，但是每个人的成绩早晚还是由结果来评定。资本集团平行的组织结构使关键人员能上能下，又不影响组织的工作，比如高级分析员戈登·克劳福德（Gordon Grawford）在母公司担任了两年的第二任非执行董事会主席之后，就回归老本行做起了全职研究工作。

“资本集团真正有别于其他公司的地方就是其在全行业中最低的人员流动率，真是太低了，”鲍勃·柯比说，“从根本上讲，人们待在这里是因为这里有全行业最好的工作环境。你有相当大的自由度和灵活性来决定如何做自己的工作。大家的成绩都是根据结果评定的。”

一般来说，每年离开资本集团的职业投资人只有2%，而这其中的大部分又都是退休人员。如此低流动率的一部分原因就是人员在当初聘用时已经做了认真细致的审查，一部分原因是很实惠的工资待遇，还有一部分原因是公平、客观的年度个人考核。[注]（在互联网最火爆的时期，资本集团走了三个技术分析员。两个去了对冲基金公司，一个去了风险资本集团，原因是他们感到在资本集团“受到了限制”。现在，火爆的互联网时代降了温，他们想回来也回不来了：他们的表现表明金钱对他们来说太重要了。此外，大家的普遍看法是：离开资本集团，那绝非

一个毫无风险的决定。）

个人的考核过程包括10项标准，多年来这10项标准已经被确认为能够帮助取得长期优良结果的关键因素。每个分析员都由10个或10个以上的证券投资组合顾问来评估，而每个顾问也由10个或10个以上的分析员来评估。评估包括对考核者认为可能重要的方面进行开放式的评论，以及从后续面谈中获得的特定看法。考核结果又给每个员工提供了系统、公平和谐的反馈。

公司鼓励每个人评估自己的工作伙伴：分析员相互评估，分析员也评估证券投资组合顾问，所以评估程序平稳和谐。所有评估都编撰成集，然后用一个小时左右的时间以个人面谈的形式具体告知。"员工都想知道他们工作得如何以及如何改进所有信息，尽管他们已经做得很好了，"拉森说，"我们认为这有助于培养人与人之间的客观性。在资本集团的所有领域，客观性都是左右一切的因素。"所有的信息输入都很重要，而且能够得到足够的重视。

对每个人"特许权计划"的年度自我评估和认真开发与个人考核程序相结合，这样就可以给每个人足够的支持，能够帮助他找到自己扮演得最好、最有效的工作角色。沙纳汉解释说："不断出现的关键问题是：'你想达到你个人最好的工作效果吗？'我们知道我们不清楚你该做什么，但是我们能提供给你帮助。我们想让每个人都知道他们受到了独特的待遇，尽管至少还有另外100个人和他们做得一样好。"（最近，资本集团里有50多位领导者被要求相互评估，这项工作的部分目的就是继续系统地寻找资本集团的未来领导者。）

相当长的分析员职业生涯不仅可以使资本集团的研究者对各个公司、产品、管理者和技术有详细的了解，而且可以对当前各种发展可能产生的影响有所了解，还可以使资本集团的职业人加深对自己及相互之间的了解，而这种了解反过来又能使他们在复杂的投资决策上更有效地沟通。

当有经验的职业人离开一家投资公司时，这家公司失去的不仅是一个人，它失去的是一个关系网以及这个网里每个人的经历。失去的不仅是部分，而且是相互间的各种联系。因此，资本集团极低的人才流失率确实是巨大的优势。

追求人与人之间的合作和默契并不意味着资本集团不聘用具有强大竞争力和敢于冒险的人。资本集团不乏精明、理性、有高度竞争力、从来不感情用事的职业人。为了实现最佳的结果和合作，资本集团组织结构的设计意图是将竞争引向外部，对象是市场和其他竞争对手，而不是在公司内部的职业人之间激发竞争。公司内部的文化基调定得非常低。

假如把这些如此有抱负和雄心的人放在别的文化氛围中，这些人的行为肯定会完全不同。但是资本集团的组织原则就是防止员工相互间产生摩擦。不断地改变组织结构、人才招聘、企业文化或者公司氛围，所有这些都为员工参与竞争营造了舒适的环境，使员工可以在公司内部轻松胜出，又不会因此伤害他人。注

“很难找到一个你自己想怎么做就怎么做的环境，”帕克·赛姆斯（Parker Simes）在日本说，“这里充满了乐趣且令人振奋。并不是说资本集团完美无瑕，但是我们确信不断完善的过程有很大的好处。因为这里根本不存在政治或者官僚作风，所以我们努力要达到一种能者为上的境界。”

“在资本集团，客观性就是上帝，”赫特说，“华尔街需要的是乐观、伶牙俐齿、有激情的人，但是那儿也需要能够预测交易的人，因为那就是社会的主流，人们也会按照他们的推荐做交易，不管他们的建议好与坏。在资本集团，我们真的不需要社会主流式的人物，因为那样会妨碍客观性。”客观性的重要程度最明显的表现就在薪酬上，决定薪酬最重要的因素是所取得的投资结果的移动平均数。竞争是受到控制的，而且既不针对个人，也不迫于具体的事件，而是利用四年一度的移动平

均数测量法（每年的权重分别为40%、30%、20%和10%），将每个人的投资结果与外部的标准进行比较（见第十四章）。

“管理一群股票分析员就像给一群少年当家长。”拉森说。拉森认识到，重要的事情是给每个人都制定明确的目标，并且给他们的行为设定一些限制，比如不说伤感情的话。同样重要的是，必须给每个人相当大的自由度。更重要的是倾听他们的心声。管理者要学会提开放性的问题，然后认真倾听他们所说的话和没有说的话，以及说话的方式。拉森继续说：“不能什么都听，也不能什么都记住，这也很重要。”

资本集团寻找的人才是那些认真考虑过自身并且喜欢自己的人，因为在投资业，他们往往会犯错误。“而且他们会犯很明显的错误，”富勒顿解释说，“对他们自己、对员工、对客户，他们都会犯错误。对自己感到不自在的人犯错误时往往会变得拘谨和死板。他们不想再做决定和再犯错误，不想成为引人注目的焦点。只有那些有自知之明且喜欢自己的角色的人，才能在投资界真正成功。”

因为资本集团想要的是那些能够从自己的错误中吸取教训的职业投资人，所以这对那些曾犯过错误的人是一种情感上的支持。经历过坎坷的职业投资人会理解别人正在经历的坎坷。资本集团的一个了不起的特点就是公司的员工理解投资结果变幻莫测的走势，所以能够在压力非常大的时期给予个人及时的支持。当牛顿解释在20世纪60年代他的投资结果很糟糕但得到了许多令他宽心的支持时，这位高级证券投资组合经理做了简单的回答：“这种支持我永远不会忘记。”注

当然，在困难时期如此宽容的秘诀就是在聘用人才时十分认真的态度，因此大家都知道他们想给被选用的人充分的时间让其东山再起，并展示出大家都认为他具有的能力。

“我们非常珍视具有创新意义的好主意，”富勒顿说，“但是即使是最好的主意也只是在被采纳时才有价值。如果你喜欢某个人，你就会倾

听他的想法。如果人们之间的关系非常好，他们就会经常倾听对方并且给予密切的关注。也许任何行业里新思想的顺畅沟通也没有在投资管理行业这么重要。”在信息沟通中，尤其是能够促成重大投资决策的信息和思想沟通中，耐心倾听是至关重要的，而耐心倾听的关键就是相互信任。当然，良好的沟通取决于发信息者和收信息者双方，因为当收信息者不倾听时，他就完全控制了“沟通”。

投资方面的好主意非常脆弱、很难解释且很难买到，所以重要的问题是，职业人要相互欣赏、相互学习。资本集团并不因为谁可爱就聘用谁，但是资本集团还是尽量避免聘用那些脾气火暴、生性粗鲁的人，不管他们如何出众都不聘用。霍华德·施彻曾经给公司制定了一条现在被称为“施彻法”的规矩：只聘用那些非常杰出的人才和那些至少可能被喜欢的人。

员工从来不在公众场合被弄得下不来台，因为感情如果受到了伤害就必然会扭曲和阻碍沟通。有个例子在某种程度上反映了资本集团不断自我反省的特点，某些职业投资人似乎充满感激地承认甚至强调他们过去所犯的错误，并且说“去年我确实把……弄错了，因此我在想……该怎么做。你有没有考虑……”时，现在有人会问：“资本集团是不是心太好了？”

洛夫莱斯知道制造车间是至关重要的，而在资本集团，这个制造车间就是投资研究。“研究过去一直是且将永远是资本集团的核心。”柯比说。洛夫莱斯、费希尔、罗滕伯格和沙纳汉都是从当分析员开始职业生涯的，而且今天他们作为投资人比作为公司的管理者所花的时间和精力还多。资本集团围绕这个研究核心，建立了全面的业务体系，这个体系的所有组成部分都因其为投资人所做的工作而受到重视。整个公司的结构是扁平的，其内涵就是相互尊重和组织的扁平化。假如你在一个典型的投资会上被蒙住眼睛，你不会明显地感觉到谁是拥有20年职业生涯的高级投资管理者、谁是最近聘用的分析员。注

资本集团的一项典型创新是这样产生的：公司承认，从初级分析员到分析员的传统投资生涯发展道路也可以有别的选择，可以转型到证券投资组合经理的职业发展方向。而研究员也可以有相应的职责转型，从初级分析员到分析员再到高级分析员，薪酬、股权和地位都相应地提高。同样，员工可以同时担任分析员和证券投资组合顾问。资深职业人和公司领导者戈登·克劳福德做了20多年的全职分析员，然后又自己选择当了分析员和证券投资组合顾问。克劳福德还在资本集团的董事会工作了近20年，最后两年担任董事会的非执行主席。这种职业选择和进入管理层的前景，可能会对年轻人产生深刻的影响。

资本集团认识到，了不起的行动来自那些对创新思想有激情的个人，而不是“由公司发起的”自上而下的指令，所以资本集团鼓励企业家精神，倡导和激励思想创新。此外，公司还为创新提供大量的财政和组织上的支持。为了在组织规模越来越大的情况下继续富有新意，资本集团大力倡导“野鸭子精神”，因为野鸭子不拘泥于某个固定模式，使企业文化不至于变成铁板一块。资本集团还寻觅那些不同于已经在资本集团工作的员工的人才。

“在投资管理这个背负自我中心主义恶名的行业里，”罗滕伯格说，“资本集团张扬个性而非强调自我的文化犹如沙漠中的一片绿洲。我们在我们所做的工作中接受并追求一种匿名的境界。乔恩给大家树立了榜样：他根本不使用‘我’这个词。我们还非常珍视这样的现实：即使在我们的同行中，资本集团作为一个组织并没有被充分鉴赏，也没有被充分认识到。”

避免个人出名这种意识深深地根植于资本集团的文化中，而且对公司组织本身也十分重要。资本集团的人不被鼓励接受媒体的采访，也不在乎（或者学会不在乎）外界的认可或者名声。在报纸上不露名字对合伙人来说是一种特殊的境界，不管作为个人还是作为一个群体感觉都是这样。

资本集团“没有明星”的作风意味着这里没有想成为明星的人的用武之地。（这些人一般不来资本集团，而如果他们真的加入了资本集团，他们也会很快离开。）没有明星，这对一个职业组织来说具有很多重要的优势：避免了赢家和输家之间可能引起的分裂和政治纷争，顶多是零和博弈。

几年前，一本顶级的商业杂志想为欧太基金的成功做一篇文章。当时的公共关系部主任约翰·劳伦斯（John Lawrence）接了电话：“我们不想参加，谢谢。”

“但是，”该杂志社的记者坚持说，“我们想把它称为最好的基金之一啊！”对此劳伦斯回答：“那我们就更没兴趣啦。对宣传我们的基金，我们没有兴趣，尤其是对宣传那些热门的东西更没兴趣，因为那其实是往里投钱的最糟糕的时候。”

过了一会儿，那位记者又打来电话：“我觉得你没有明白我的意思，我们想把它写成封面故事。”劳伦斯果断地回答：“噢，那我们根本没兴趣。”

因为环境对人非常重要（积极影响或是消极影响），所以资本集团努力避免有可能与公司倡导的人人平等原则相冲突的任何地位或者结构的表现。驻东京、纽约、伦敦、新加坡、洛杉矶和日内瓦的办事处的基调完全一致，布局和规模也很一致。浅灰色的墙壁上都搭配着金黄色的护墙板。由内务委员会挑选的壁画[注]都是抽象派和现代派的，但总是带有保守的色彩。办公室的墙壁都镶嵌着玻璃，这样办公室内的工作人员就能享受到自然光线并且能够看到外面。（在资本集团世界各地的办事处，不经意间就可以看到资本集团张扬个性独立的企业文化：一堆堆的备忘录、报告和杂志都高高地摞在书柜和书架上。）能体现身份地位的大楼角落的办公室从来不被用作个人办公室：这些地方或是作为交易室或是会议室。

资本集团认真保持办公设施一致性的努力常常被一些人当作笑料。1989年在新加坡设立办事处时，马克·丹宁在唐·康兰（Don Conlan）身上寻了些开心。㊟康兰是一位坚决促进国际投资的人，不仅十分尊重当地的风俗习惯，还坚决贯彻资本集团人人平等的文化准则。当然，他也反对在大楼的角落里设私人办公室。在华人社会，迷信思想十分普遍且颇受尊重，风水先生们到处巡视新办公室（家居、墓地等），给主人提供避邪的各种建议。丹宁觉得有机会逗一逗康兰，就给他打了一个口气颇显严肃的电话，征求他的意见。丹宁说，当地的风水先生坚持说丹宁的办公室要设在某个角落里，那里还能俯瞰美丽的新加坡海港，接着则高兴地向康兰建议，对一家以洛杉矶为中心的公司而言，不必在意当地的风俗习惯。康兰被丹宁的建议弄得不知如何是好，憋了半天没说出话来，直到丹宁忍不住笑出声来，告诉他这是他的恶作剧。

15年前，资本集团买下了洛杉矶一座办公大楼里几层曾被美国太平洋安全银行高管使用过的办公室。这伙充满了自豪感的高管已经爬到那家银行庞大等级制的最高层，因而可以理解的是，他们的办公室应该是“终极”型的。他们的总部设计豪华奢侈，天花板如同大教堂的穹顶，中间还有一座宽阔的楼梯，从第53层通往第54层。公司潜在的贷款人来向银行最高层领导者递交贷款申请时都得走这座楼梯。资本集团买下这些办公室之后将所有豪华设计都重新改造：天花板降低到了正常高度、办公室的面积也大大缩小。㊟在同样大的楼层使用面积里，资本集团所安置的管理人员和工作人员的数量是该银行原来人员数量的4倍还多。

办公大楼的房东为了让自己的大楼和洛杉矶所有高档写字楼保持一致的风格，让楼里主要租赁公司的标识以大型、色彩鲜艳的形式在大楼上显示出来，他向资本集团提出可以将该公司的标识装饰在大楼的顶部，然而资本集团迅速谢绝了这番好意：“不了，谢谢你。不放标识，我们不想那么做。”资本集团只想默默无闻地做实事。

尽管搞全球投资具有许多内在复杂性，但是拥有规模大小合适的工

作部门对资本集团的组织效率至关重要。资本集团的部门单位一再缩小，其目的就是让每个人都十分熟悉自己的同事，并且看到自己所做的贡献产生的影响。尽管全球投资方方面面的工作需要30多位参与者，但是由分析员和证券投资组合顾问组成的职业工作小组的最佳规模通常不超过30人。同样，为投资者服务的各个服务中心最理想的人员编制大概是500人，这样，高级经理就会认识在那里工作的所有员工。

由于资产规模不断扩大、公司内部员工的性格迥异，对资本集团来说，信息沟通有可能成为严重的问题，但是通信技术（电子邮件、电视会议……）以更快的速度实现改进。将世界各地办事处联系在一起的电话会议定期举行，关于分析员对各公司走访的大量信息可以通过互联网分享，在互联网上，每日业务通讯简报在公司内部浏览率很高，研讨"盛宴"将大批的人聚在一起交流信息。也许最能说明问题的是，电视会议设备在资本集团使用率非常高，电话公司给资本集团推出了一种独特的定价套餐：价格统一、24小时开放。

为了激励有同样兴趣和职责的分析员分享信息，资本集团有许多"集群组"[注]，比如齐普林技术组——20位技术分析员每星期通过电话会议聚在一起交流信息和观点。这个小组的人来自全世界各地的办事处，他们可以到欧洲聚会，联合走访各公司，并就自己行业的不同方面交流意见，等等。这样的一个小组在墨西哥走访技术公司时，获得了最初的线索：世界电信业逐渐出现衰退现象，而几个月之后这种衰退就对股市产生了影响。

---

1. 洛夫莱斯与一些严重的健康问题的直接接触可能使他产生这种整体的存在主义观点。

2. 资本集团低估了过去20年中业务量的增长，这引起了公司内部的广泛关注。在20世纪70年代，这种过低的估量导致对开发职业投资人的投入不够，而当时的股市和共同基金公司的销售都处于非常低的水平。吉姆·邓顿解释说："实际上，我们对聘用人才很感兴趣。但是因为投资管理行业的前景堪忧，尤其是共同基金业务的前景暗淡，所以我们提供的工作没有多少人来应聘！现在我们必须大量地投入以奋起直追。"

3. 员工这个术语开始用于资本集团组建时期（见第六章）。

4. 1983年4月22日，北京，在中国社会科学院的演讲。

5. 资本集团试用过各种聘用手段。在20世纪60年代，资本集团除了进行严格的聘用面试，还启用了一位咨询心理学家帮助评估候选人。埃德·桑福德博士的评估被称作“桑福德化”。

6. 蒂姆·阿穆尔1981年毕业于米德尔伯里大学，接着，在资本集团的资助下做起了生意（在佛罗里达州经营了一年的风帆冲浪运动），然后加入了资本集团最初一轮的合伙人项目。

7. 保罗·哈加。

8. 合伙人项目最初是由乔·希格登（Joe Higdon）创办的。希格登还在他家的车库开办了华盛顿办事处。早期经过合伙人项目培训的人中包括蒂姆·阿穆尔、吉姆·洛夫莱斯（他被聘用时其父亲并不知情）和肖·瓦格纳。在最有可能成为未来领导者的人选中，经过合伙人项目培训的人占了一半。

9. 在1999年审查的223名职业人中，有47%的人在加入资本集团之前有投资经验，36%的人是在获得工商管理硕士学位之后加入的，17%的人经过了合伙人项目的培训或者是前助手。

10. 当然，会计们是以逐年递增的基础来记账的，不可能将这些公积金记得很明确。

11. 卡林·拉森最初在资本集团当秘书并在夜校学习。“叫我这个名字的人毫无疑问是来自明尼苏达州了！1961年在明尼苏达大学取得文学学士学位之后，我就来到洛杉矶的资本集团工作，给塞西尔·贝塞尔当秘书。我可以打字、速记（现在的公司会议上仍这么做）。还有一件事当时还是个小秘密，我的姑妈弗洛伦斯·奥克斯纳德·贾维斯是JBL的秘书。后来我到纽约市当了4年半的分析员，主要分析食品、广告和消费品行业，1968年回到了洛杉矶。1973年我去日本待了一个星期左右，主要是走访各个公司。1975年我又去了日本，因为那个小组发生了内部冲突，我成了‘我们在日本的代理’。1988年，我担任资本监护信托公司美国研究部主任，之后又担任全球研究部主任，安迪·巴思负责美国、厄休拉·阿尔姆西科负责欧洲、维克托·科恩负责新兴市场。”今天，尽管需要借助轮椅，她仍然壮志未酬，继续周游世界进行面试并且做年度审计。

12. 整段话是这样的：“对生活艺术大师而言，工作和玩耍没有多大区别，劳动和休闲没有多大区别，头脑和身体没有多大区别，教育和娱乐没有多大区别，爱情和宗教没有多大区别。他几乎分不清哪个是哪个，他只是追求所做的一切，但求最好，他在工作还是在玩耍全由别人评说。对他来说，他总是两个都同时在做。”这段话出自伦敦的一位土耳其合伙人奥斯曼·阿吉曼（Osman Akiman）。

13. 保罗·哈加。

14. 几年前所做的一项内部调查表明，员工离开资本集团很少是出于薪水的原因，而是一些人认为没有得到足够的重视，他们觉得自己缺少存在感。

15. 即使在资本集团，“政治”也是现实中的一个部分，所以重要的是需要一个具有长远眼光的仲裁者。许多年来，乔恩·洛夫莱斯都扮演了这个角色；今天，还有好几位仲裁者，其中包括吉姆·罗滕伯格、戴维·费希尔、麦克·沙纳汉和资本集团的运营总监拉里·克莱门森。依据资本集团的传统，每个人都会对自己扮演的角色的重要性做出调整，而且要指出，在资本集团，其实没有谁能够原本打算干什么就干什么。

16. 牛顿毕生的投资结果尽管由于多元顾问制度要求匿名而没有公布，却是业内最佳纪录之一，而且这么好的结果不仅他一个人有。

17. Victor Kohn和Andrew Capon，“The Capital Group Reveals Its Winning Hand，”GlobalInvestor，1977年3月1日。

18. 包括一系列安塞尔·亚当斯的图片（鲍勃·埃格尔斯顿买的），这些图片反映了乔恩·洛夫莱斯与洛杉矶各保护组织的合作。

19. 康兰在密歇根大学获得了几个学位之后，来到纽约加入了化学银行担任经济师。几年之后，比尔·赫特聘用他先在迪安–威特公司工作，然后到资本集团。在20世纪70年代早期，约翰·邓洛普聘用他到内务委员会工作，资本集团同意给他一年的学术假，接着他担任了经济师和华盛顿评议员，最后进入了内部管理层。退休之前他是资本集团总裁。

20. 因为银行董事会会议室里的一张桌子太大了，根本搬不出来，所以资本集团将其留用，但是请来高明的木匠将其变小，放到了一个小型的董事会会议室里。

21. 费希尔在提醒听众电影《毕业生》和达斯汀·霍夫曼被暗示“塑料”的场面时，笑着宣布了他的暗示：“聚集！”

第十三章
管理

给读者的提示

任何有效率的组织都有自己或明或暗的主要使命。高级管理层的中心职责就是使这个使命人人清楚，并且表明组织的战略如何能够完成这种使命。最理想的是，一个组织的战略和结构的各个方面都应该合乎逻辑地来自该组织本身的“目标模式”，从而使组织赖以完成自己主要使命的战略行之有效。

大多数小型投资公司的使命都阐述得十分简单：取得优异的投资结果，以优异的投资结果赢得业务。但是随着投资公司变得越来越大，工作重点却越来越不清晰。大多数大型投资组织不知道由于什么缘故将工作重点从专业优先转移到了业务优先上，尤其是大型投资公司对投资结果的兴趣都从“名列前茅”转移到了“足够好”上。从业务角度看，最优的战略就是拥有受欢迎的产品并将组织资源集中在销售上，这样就可以扩大所管理的资产并且提高利润。

大多数投资管理公司都（至少是私下）承认，他们的主要使命就是积累资产，而管理层的第一优先考虑就是让自己的公司盈利。很多投资公司都有两个主要使命：一个是内部的、真实的，另一个是外部的、给未来的顾客和现有的顾客看的。第二个使命往往都是关于如何取得优异的投资结果的老生常谈，而真正的使命则是为了尽可能地扩大所有者的利润，所有重要的决策和行动都源自此目的。

资本集团则不同。为了持续不断地取得优异的长期投资结果，

资本集团将组织的所有方面都做了精心的设计。资本集团寻求的是那些真正想要获得优异的长期投资结果的顾客，而不是那些仅仅是嘴上说（因为人人都这么说）要取得长期结果的顾客。而且，随着时间的推移，资本集团开发了相当数量的个人投资者和机构投资者，这些个人和机构都充分理解资本集团的各项能力和坚持取得一贯性结果的决心。

为了永远不让公司的结构限制公司的战略[注]，资本集团几乎根本没有设计任何可见的组织结构。同样，资本集团的领导权也总是在演变：因为每个决策者都在学习和发展，所以职责都制定得非常灵活，而且可以改变，这样，随着个人的发展，整个组织将永远具有活力且不断发展。

对普通观察者来说，资本集团可能显得很保守或者“过于讲究防守”，但是这种感觉是完全错误的，根本没有理解这种深谋远虑和理性的思维过程。用一句俗话来说就是：对资本集团来说，坚固的防守就是最好的进攻。就像有利的长期投资收益的稳固基础就是认真的研究一样：首先要限制住严重亏损的风险，其次是寻求重大的收益。

资本集团的决策过程具有广泛的协商性。但是，尽管决策权力在公司内部无所不在，而且对于那些对某项决定可能有贡献或是可能受到某项决定影响的人，决策者毫无疑问地都要与他们恰当和认真地协商，可是实际的决策却并不是通过一致意见做出的。在组织和投资这两件事情上，适当的决策者（在资本集团内有250多位重要的决策者）都要协商、决定并且采取行动，而且要传达决策。

因为任何自由市场都不会像想象的市场那么自由，所以资本集团将公司内部的思想“自由市场”尽可能保持自由。资本集团保证在做决策时一定要有客观性和理性，尽可能多且尽可能清晰地有效沟通，以及聘用、培养那些能够做出有效决策的人才、给他们提供合理的薪酬、赋予他们相应的权力。

优秀的领导者不仅能创造机会，而且能充分利用机会。行动决策的数量固然重要，但是决策的规模和持久性要重要得多，但还容

易被低估。建造组织的规模和培养经营的能力是优秀领导者的中心任务，好的领导者在执行决策和处理事务时做得很好，而优秀的领导者则在打造组织行动的能力方面表现出色。还是那句老话：好的领导者看重的是用正确的方法做事情，优秀的领导者看重的是做正确的事情。

当然，做正确事情的配套措施就是要有避免做错事的纪律。资本集团有非凡的能力决定不采取行动。对许多组织来说，对可行的选择做广泛的调查可以在公司内部产生强大的动力，以至于做出采取行动的决定几乎是不可抗拒的。优秀的领导者和建设者的大部分重要决策和贡献往往不被人所知晓，因为“什么也没有发生吗”。但是，做出不采取行动的决策（不追随行业的主流、不屈服于内部伶牙俐齿的说服压力、不冒别人没有认识到的风险），对一个组织长期的成功往往具有决定性作用，尤其是在一个高度竞争的市场上更是这样。

做出具有积极意义的否定决策可能听起来有些自相矛盾，但是资本集团已经有力地证明了它能够集中优势力量实现最重要目标。资本集团通过反思“什么有可能出错”，决定不追逐时尚因而不偏离自己的长期优先业务，已经与股票经纪人、投资者和公司员工建立了信任关系。

在决定如何利用以后有可能陈旧的新“机遇”时要小心谨慎，鼓励有可能为重要的发展提供基础的大胆创新，资本集团总是在这两者之间寻求适当的平衡。这些决定包括了国际投资、新兴市场投资；在主要的“国家”市场上的业务发展、贯彻多元顾问制度、开发分享资金报酬和所有权分配的创新方法。没有“普通员工”，因为即使是那些负责日常行政工作的人也是作为合伙人受到尊敬、得到相应的报酬，自觉地保持公司扁平化的组织结构，不断改变头衔，这样，许多员工就有机会成为领导者、公司内部和外部就没有人会对头衔太在意。最后一点，保持人员相互之间的关系平等、在确定职责和薪酬方面充满信心地坚持能者为上的制度。

“我们想让客户知道我们是世界上最好的投资管理公司，”戴维·费希尔说，“这些话都是精心选定的。我说的是‘最好的’，而没有说是‘最大的’。是让我们的‘客户’知道，而不是让所有的人知道。这就是我们的目标。”

费希尔继续解释，他所说的是让客户知道他们是最好的投资管理公司，因为尽管投资结果在资本集团总是第一位的，但是大多数机构客户也非常在意他们与资本集团的职业人的工作关系，大多数个人投资者也非常在意信息和服务质量。所以，资本集团努力提供优质的服务，但是首先是一个具有使命感十分明确的投资公司：这个使命就是永远争取获得优质的长期投资结果。正如吉姆·罗滕伯格所讲：“我们对我们自己组织的认识、我们如何努力管理我们的投资队伍、结构和薪酬制度、在投资管理上如何实行自下而上的措施等方方面面的工作都受到这种使命感的驱动。”注

因为是私营公司，所以资本集团可以用长期的眼光看待自己的使命，根本不用妥协和裁员或者降低奖金的方法来提高短期利润和取悦股东大众。资本集团的做法正好相反：在困难时期，资本集团还增加员工，并且时刻准备着采取果敢的战略措施。费希尔补充说：“私营公司这一点非常重要，因为这对我们客户的利益有好处。”

“投资公司里的管理工作是按照顾客的要求度身定做的，”罗滕伯格解释说，“管理工作是围绕着公司所确立的目标和渴求的组织氛围设计的。我们一直认为，如果我们长期的工作做得好，比如按照十年一期的步骤连续下去，未来的顾客就会知道我们是什么样的公司了。从历史上讲，这在全世界范围内已经证明是个很好的方法。我们可能是以这种方式思考业务的唯一一家大型公司，但是从我们的角度来看，如果不这么想，那就等于把投资管理看作一种商品，我们也只是家聚集资产的公司。”

从组织结构这个术语的常规意思来讲，资本集团其实根本没有什么组织结构。公司里仅有的一点儿所谓的正式结构也几乎看不见。“我们这里从来没有什么公司组织的图表，”鲍勃·柯比解释，“那样做有悖于我们喜欢的工作方式。”柯比面带笑容回忆：“有一次一位管理顾问来这里试图制定出一个组织图表，但是费了几回劲儿之后，他干脆放弃了。”[注]

在资本集团非常平行的组织结构里，许多员工都拥有直接的决策职责。好几百个人执行经营管理，五个委员会负责长期的政策和组织设计。两个委员会负责经营（一个负责战略和计划，另一个负责经营），两个委员会负责管理集团（一个负责共同基金公司业务，另一个负责世界范围内的机构业务），两类委员会每星期都开会碰头。第五个是财务委员会（负责整个的薪酬和股权问题），该委员会是一个长期的权力中心。

当被问及谁直接管理公司时，沙纳汉并没有直接作答：“那得看主题是什么。直接管理公司的人是谁总没有定数。有时候是10个人同时管理。[注]我们的工作是人员的工作，我们这个蜂巢的管理工作没有谁具体负责，而这种‘负责’也不是人们正常理解的那种意思。资本集团的管理工作是一种过程。你若要问由谁来负责，你首先必须确定问题，之后才可能确定三四个人来处理这个问题。[注]我们的管理方法建立在共识之上，这很像日本人的管理方法。”

蒂姆·阿穆尔举的例子描述了如果有人找到乔恩·洛夫莱斯，建议采取什么措施时会是个什么情形：“他就会回答：‘你真的应该让××、××、××和××来办这件事情，然后再想一想这件事情对××、××和××的影响。’”[注]

资本集团的管理过程总是不断地调整和变化。如果好几年没有什么重大的组织变化，员工就会期待某个变化近在眼前。尽管大多数人通常

都不喜欢变化，但是结构上的变化是预防组织僵化的最好办法。“变化本身是件好事且很有力量，可以让我们朝着目标前进，还可以让我们努力实现我们的梦想。”费希尔说，“当然，有时候我们需要为变化而战斗，因为有很多障碍阻碍着变化。”

在任何时候，审查员工兴趣领域的委员会都有十几个，这种做法的部分目的是达成共识，部分目的是通过彻底和尽早（往往是很早）解决重大问题来预防马后炮。“我们总是广泛地征求意见，问他们最想做什么，”沙纳汉说，“我们想捕捉他们不断变化的激情和思想上的细微波动。”这样就可以创造能够满足员工需要和期望的机遇与挑战。

“作为一个组织，理解资本集团最好的方法就是不能把它看作一个由直线权威连接起来的众多个盒子的结构，而应该看作一个活的有机体，”罗滕伯格解释说，“由于有了人这个有机体才能够运转。有6 000多人在这里工作，这可不是什么小型企业，所以我们必须十分努力地战斗，才能防止官僚主义倾向。”

贾森·皮拉拉斯（Jason Pilalas）解释说（见第十五章）：“所谓权力就是变化的权力，而在投资管理公司里，权力就是改变投资的权力。在资本集团，这种真正的权力中有相当一部分到了年轻的职业人手中，因为他们在做基础研究，并且一直在学习如何使用这种权力做出真正的投资决策。”

为了避免妨碍个人做出果断的决策，资本集团一直都在警惕出现官僚主义问题，尤其是当公司的规模已经很大时，更加警惕这方面的问题。“在资本集团里你经常可以听到人们谈论‘反对官僚主义’。”费希尔说，“我们也认识到官僚主义的产生是很难预料的。但是如果说‘在资本集团里没有等级制’‘没有人负责’或者‘我们不进行控制’，那简直是骗人的话。我们希望有合理的结构，把我们的实际工作做好。”

“在资本集团没有什么‘单行线’，我们也想一直这样保持下去，”费

希尔说，“这里没有唯一的‘真理’，因此提问题肯定没有风险。”严格的询问和审查（新来的人可能会觉得自己受到了责备）反而被有经验的合伙人看作一种称赞。“包容和积极鼓励不同意见、随时准备做出决策并由个人来承担并决策后果，这就是资本集团的两大力量，”马克·丹宁说，“这两股力量合在一起，组织里的等级制就没有了。”

资本集团明显的挑战就是为了做出最好的投资决策如何构建和管理世界上最大的全球投资组织。[注]费希尔说：“对今天快速变化的环境来说，什么管用、什么不管用，我有几种看法：能够最有效率地解决组织问题的方案往往并不是最有效益的。当效率和效益发生冲突时，我们往往选择后者。

“为了取得成功，全球组织必须从顾客和市场的角度来了解各个地区在发生什么，而这一点只有近距离的接触才能做到。与此同时，为了拥有正确的投资眼光，这个组织还必须能够远离各个地区所发生的事情。所以，近距离的接触和置身事外对于如何做出有实效的投资决策都是必要的。

“全球化也促生了人员多样化的必要性。今天，我们的分析员中有40%以上不是美国人。我们的分析员和证券投资组合顾问分别出生在38个不同的国家。如果你往大厅里走，你会分别见到加拿大人、智利人、法国人、德国人、美国人、巴西人、中国人、阿根廷人和印度人。在这个组织里，我们讲40种语言。我们认为，作为一个名副其实的全球投资组织，你必须拥有多元文化、使用多种语言。”

尽可能提高非正式组织中的人际效益，尽可能减少正式组织中可能产生的沟通限制，前者的重要性绝不低于后者。几年前，为了鼓励大家公开发表不同的观点和意见，乔恩·洛夫莱斯为职业投资人组织了好几次持续数日的集体休假。在其中的一次休假的一个晚上，洛夫莱斯找了个不显眼的角落坐下来，提出了一大串可能的“牢骚题目”供大家公开讨

论并且鼓励坦诚相告，事后也不蓄意刁难。资本集团今天仍保留这个传统，定期举行为期三天的休假以鼓励关于投资或者组织政策方面的各种思想、信息和新思维相互碰撞。

资本集团鼓励那些通过独辟蹊径的想法提高整体效益的决策者：他们从不同的角度看问题往往是因为他们的个性完全不同。乔恩·洛夫莱斯性情温和、含蓄有时还会跑题，沙纳汉则坦率、冒失、直截了当。尽管沙纳汉和洛夫莱斯两人性格迥异，但是他们合作得非常好。“当我刚来这里时，”沙纳汉带着悔意说，“我立刻就认为乔恩什么也不懂。几年之后，我才意识到他一直都是正确的。”唐·康兰解释说：“没有多少组织能够容纳两个天才。因为他们两个人很明显都是天才，所以资本集团真是与众不同，是一个‘天才双杰’组合。”

当一个复杂的问题需要做出决定时，同事们能看到洛夫莱斯和沙纳汉两个人都在思考这个问题，而且是在讨论之前深思熟虑。(注)他们各自都静静地把许多“如果……该怎么办”的问题在脑子里过一遍，试探着得出什么可能或者很可能的结果。两个人都非常理性，都能够关注问题的实质，不被问题的感情色彩所困扰。他们通过提很多问题来指引大家。

沙纳汉和洛夫莱斯几乎总是在不引人注意的地方工作，将别人最好的思想汇聚成一个优秀的整体（具有讽刺意味的是，他们的管理风格使大多数人很难准确地欣赏他们为资本集团所做的工作和正在做的工作）。沙纳汉说了一段很有哲理的话：“以长远的眼光来看，均衡的中庸之道也许不那么令人激动或者有什么动人心弦的感觉。但是当中庸之道与作为个体的人结合起来并且认真地观察这些人时——这两者都有必要，工作就会有效，而且非常有效。”但是，我们很快就会看到，这种结合并非总是那么有效。

通过下一代来建设、和下一代共同建设、为了下一代建设，这就是优秀的专业公司领导层的核心特点。在特定的决策上共同学习为真正分

享和传递公司的文化或者信念提供了载体。年轻员工最好的学习方式就是通过观看真人做真事、观看真人思考所有不确定性、复杂性和相互冲突的价值和数据的全过程（因为这个过程很好地说明重大决策的特点）、观看真人做出真正的决定，有时候是失败的决定。

管理可以培养一个组织的机动性和灵活性，其做法是，如果公司高度分散化，管理就可以向集权化方向发展，如果公司高度集权化，管理就可以向分散化方向发展。由于在20世纪60年代已经向较小规模的分小组发展了，在20世纪80年代洛夫莱斯觉得时机成熟，公司应该向信息和思想共享的方向发展。这种努力充分表明，在一个宗旨就是为了避免依赖某些具体个人的组织里，容纳天才的个人是多么困难。

霍华德·施彻是资本集团高级证券投资组合顾问。当时他完全赞同向小规模工作组发展，因为那非常适合他的个人风格，他可以打造一个结构严谨、效能非常高的工作组。然而他却不支持洛夫莱斯关于思想和信息共享的主张，因为那意味着他的工作组的投资观点也被分享了。1981年和1982年，施彻的小组取得了惊人的投资结果，这在很大程度上是因为他们精明且很早地决定不做资源股。[注]洛夫莱斯想让全资本集团都受益于这种重要的认识。

当年赞同洛夫莱斯关于小规模业务单元工作效能观点的施彻此时不明白，为什么他现在非要让全公司的人都来理解自己的高明见识。他担心很多人都得靠他来提携，并想让他自己的小组继续经营美国资本基金公司，以及他在美国投资公司和美国共同基金公司里的业务。他的意见与洛夫莱斯所倡导的广泛分享思想和信息的主张产生了冲突。对施彻来说，这种分享有创意的思想和见识的做法根本没有必要。

一个组织里两个如此重要的人物在这么重大的问题上产生的分歧持续了相当长的一段时间，这给整个组织带来了混乱，现在必须刻不容缓地给予解决。洛夫莱斯认为，对发展一个大型组织来说，制度是至关重

要的，人人都应该为这些制度做出贡献；施彻认为拥有与众不同和杰出人才十分重要。施彻可以让组织围绕明星大腕来发展；洛夫莱斯也十分看重杰出人才，但是他想打造的组织不应该依赖某些个人。

洛夫莱斯继续寻找可行的方法，以摆脱这种理念上的困境，而且认为自己已经苦口婆心地劝说施彻要有耐心，施彻却越来越怀疑是否还有人有能力找到一种有效的解决方法。他已经开始考虑另辟蹊径：成立一家自己的公司，并用他认为最有效的方法来组织和经营。他的声望和投资记录使得建立一家新公司的前景很有吸引力，但是他还没有把这种仍处在萌芽状态的想法和有可能和他一起干的人讨论，也没有和有可能成为客户的人讨论。

施彻和洛夫莱斯在一起成功共事已经有27年的时间，两人在事业上相互尊重，个人关系也十分密切。两人都知道对方在这个极为重要的问题上已经认真思考了很久。洛夫莱斯知道他必须找到一个其他合伙人也能接受的方案，因为这些合伙人持有的立场鲜明的观点似乎与施彻的观点相冲突。有些人已经认为与施彻共事很难，有些人意识到施彻的离开可能留下更多的股份重新分配，还有些人担心施彻受到偏袒。

洛夫莱斯的特点一贯是耐心地寻找所有人都能够接受的解决方案。他已经思考了几乎一年的时间。两个人都知道洛夫莱斯对开发管理决策的耐心比任何人都大，施彻却认为花在探索各种可行性方法上的时间——在重大问题上洛夫莱斯通常都花很长的时间——“简直是没完没了”。两个人都知道施彻急于解决这个问题。

在一次家庭婚宴招待会上，施彻对洛夫莱斯说：“乔恩，现在问题考虑到什么地步了？”

“霍华德，我还没有找到方法让我们一起把这个问题解决掉。”

“啊，那么你实际上是在说这个问题不能解决了？因为我们确实需

要解决问题，你是不是快找到解决方案了？”

“但愿是这样。我还在考虑这个问题，但是坦率地说，现在我真不知道如何解决。希望你没有感到有什么时间压力，再耐心点儿，我们一起来解决。”

“啊，如果是那样，乔恩，我认为我们不能都这么等下去了，不能干等着，不能连等什么还不知道，那得等到什么时候呢？”谈话到此为止，两人都陷入了沉默。

没有解决方案倒成了一种结局。第二个星期，施彻开始为自己的新公司PRIMECAP[注]制订计划。洛夫莱斯则继续向不依靠某个人的组织方向努力。

一次又一次地经过了广泛的可行性调查（而且往往会发展出一批强有力的支持者）之后，资本集团做出了明智的决定：不做“大家”都在做的事情。资本集团里至少有80%的最重要决定都是“否定的”决定：经过积极、认真思考的不采取具体行动的决定。正因为如此，资本集团的显著特点之一就是它很少犯重大错误。

最近的重大决定包括肯定的决定和不做事情的决定。在肯定的决定中有两个非常著名：1985年决定在新兴市场投资和1988年率先实行12（b）–1项目来补偿长期销售共同基金的经纪人。关于12（b）–1项目的讨论引起了相当大的争论，但是资本集团找到的解决方案现在被全国广泛接受了。

不采取任何行动的决定包括在证券基金市场过于依赖一个证券商的时候不提供高收益债券基金，当零售利息非常高时不提供新兴市场共同基金，以及在20世纪80年代中期，当许多共同基金公司都提供国债基金时不提供这类基金（其他基金组织的销售额非常高，直到这些基金逐渐减缓了势头并伤害了投资者的利益）。另一个说“不”的决定是当基金行

业最初转向收取赎回手续费（又译后端收费）时，资本集团决定不效仿这种做法。现在，资本集团开发出了一套更合适的制度（包括10万美元的交易额上限），为共同基金的销售提供一整套可选择的费用结构。

罗滕伯格说：“乔恩和麦克的一大长处在于他们不做从长远眼光来看有可能是错误的事情。他是从投资者的角度看待长期趋势，而不是从销售者的角度。不做错事确实是长期投资成功的关键，这一点所有优秀的投资者都必须知道和理解。以长远的眼光来看，如果你错过了某些了不起的想法和事件从而避免了坏的东西，那其实不是什么坏事。我们总鼓励人们尝试新鲜事物，而不是愚蠢的事物。”

他继续说：“另一方面，对于‘我的回答是不……哦，你还想问什么’这种现象，我们还得小心谨慎，因为你可能堕入保守、不思进取的老路。和不知道、不理解把事情做好需要什么、做真正正确的事情需要什么相比，这同样具有危险性。如果你对什么都回答‘不’的话，你就不会充分、认真地研究每个问题，你很快就会落在学习曲线的后面。”正是基于这个原因，资本集团的领导者才认为，做决策（不管最终是肯定还是否定）应该是一种积极的、有创造性的过程，收集数据、分析和评估等工作样样都得做好，这样才能为下一步决策做好准备。他们也对只有两个选择的二元决定（肯定与否定）持怀疑态度，因为值得决策的大多数问题都极具复杂性，这么简单的答案可能不是最好的答案。最好的答案通常来自一种深刻的认识，而这种深刻的认识是通过研究问题、制订最初甚至没有考虑到的新的解决方案之后才得出的。

资本集团也有过一些几乎做出不幸的否定决策、让人的心悬到嗓子眼儿的时刻，其中包括风险资本投资、将美国基金发售人公司合并到资本集团、新兴市场投资，甚至是整个国际投资。当初考虑这些决定时假如按照大多数人的意见来裁定，他们一定会犯重大的错误并错过一些难得的机会。

最初没有建立稳健的债券管理业务现在被认为是一个错误。但是在

最近几年中，资本集团已经进入某些债券市场，资本集团的研究技巧和长期投资的视野使其在这些市场上拥有真正的优势，而且在高收益债券和新兴市场债务方面取得了很大的成绩。不过，拥有350亿美元的债券资产，你很难说资本集团的债券业务不成功。经过了25年的经营，美国投资公司的规模毕竟比从前小了些，但是其债券资产的发展线还是好于公司的资产发展。[注]

在好几年的时间里，资本集团在两个重大的决策上进展缓慢：推出若干种共同基金股份为投资者提供不同投资方式的可选择的价格结构，在机构业务中开发坚实的客户关系管理项目。最近，资本集团在这两个领域都取得了领先地位。

如果出现重大的战略机遇，资本集团随时准备利用这种机遇：它拥有充足的人才和资本采取大胆的行动。到2000年，资本集团积累了近10亿美元非指定用途的储备基金，它预见到对未来可能造成不利局面的种种预期，可以为一个有准备的组织进行战略投资提供重大机遇。

另一个战略储备资源是员工对公司和公司核心价值的强烈认同，尤其是对分配的公平和公正的认同。洛夫莱斯一直讲究合作精神、公平地对待所有人。他对推迟决定有极大的忍耐度，因为这样可以获得更深的理解。他还坚持认为，尽管他可能知道他想决定什么，但是他不知道具体该做出什么决定。他从来不与人面对面地直接讨论，而是经常靠委员会来讨论，而且似乎并不总是清楚他想决定什么，就连离他最近的旁观者也这么看。[注]当委员会经过了长时间的甚至是艰苦的讨论，最后做出了他早已预见到的决定时，他会微笑着天真地说：“这个主意真不错！”而这时他本可以说：“啊，你们终于这么看了！”

洛夫莱斯不喜欢搞个人权力或者在决策过程中搞一言堂，他想的是让别人也学会如何做出明智的决定。他知道资本集团将来需要无数的领袖人物，并且以很有趣的方式让大家都明确这种意识。1972年，他和家

人在欧洲南部度过了4个月的假：离开公司就是一种迫使别人分享行政权力的独特方式。许多年来，洛夫莱斯一直避免使用常规的等级头衔，他喜欢年龄比他小2/3的员工称呼他为“乔恩”或者“JL”。

资本集团在决策的讨论过程中是协商性的，目的是取得认同和承诺，但是资本集团从来不靠一致意见做决定。这中间的差别很大。在以一致意见决策的组织里，大部分人都不愿意努力做出最理性的决定，不愿意成为众矢之的，都想接近“安全的”逐渐出现的一致意见。在资本集团却不是这样，公司想的是开发每个人客观做出重大决策的能力和决心，并为后果承担责任。

贾森·皮拉拉斯说（见第十五章）：“在资本集团，谁做出了决定就要承担这些决定的后果。员工享有许多自由和许多责任，真的是完全的自由和完全的责任。”从组织上讲，洛夫莱斯将决策的权力下放到了最底层，20世纪50年代下放到了投资顾问，60年代下放到了分析员。乔恩认识到，个人决策者的首要地位是打造一家投资公司的必需条件，过去是，现在是，也永远是。所以，他打造资本集团的手段就是通过开发卓越的个人决策者，而且保证不能让组织或者管理方面的杂务来妨碍他们。

一位高级合伙人[注]回忆说：“早期在资本集团的工作中，我学到了取得一致意见的价值。当时我有一个自己认为非常好的主意，所以对当时的总裁唐·康兰说了，他说‘听起来不错，那就做吧’。我就开始贯彻这个主意，结果后来弄明白唐的意思原来是‘去做吧，去和大家谈谈看他们是否也同意’。毫无疑问，唐并没有想到我在获得一致意见之前就会采取行动。我当时却认为总裁说‘可以了’就是采取行动的授权。这里有个重大的差别，这种差别就是对资本集团里其他人的尊敬。新来的人还得学好一阵子呢。”

“如果非常杰出的人才都置身于一个只能自己建议而由别人来做决

定的组织结构里，那么他们当中最好的人才将会流失到别处。”费希尔说，“正因为如此，我们才授权个人让他们做决定并为自己的决定负责。年轻一些的员工经常被问及这个问题：‘阻碍你工作做得更好的是什么？’如果他们的回答是：‘哦，这我从来没想过。’那么最好说：‘我们下次再谈，等你考虑一阵子之后我们再说。’”

协商性的管理、通过较长的一段时间和许多次谈话之后达成共识，这种做法可以让年轻人预见到领导者的想法。从某种意义上说，这在资本集团非常容易：总是为客户的真正利益着想。

但是试图预见领导者想法的努力如果影响到（而且肯定会影响到）做决定的方式和做什么决定，那可就危险了。在与未来领导者的共事中，资本集团现任领导者经常问：“你怎么处理某个问题？”这让未来的领导者有了理解决定和做决定的经历，这样，在他们将来真的对重大决定负直接责任之前，他们的决策能力就显露出来了。

多元顾问制度的实行对资本集团的组织管理起到了积极的作用。各种决策的最后决定权被有意识地分散到了资本集团的各处。尽管决策者在资本集团内部得到了认可和报酬，但是在公司之外他们并不被多少人知晓。

“乔恩在普林斯顿大学学过心理学，”沃尔特·斯特恩解释说，“他很善于使用PET理论[注]和倾听法，以此来开发和展示对别人意图的真正理解。乔恩在培养个人、团队和整个公司的能力，他管理的手法是以具体案例作为基础、持之以恒、不断试验。乔恩既胜人一筹又不高高在上。”人们都称赞洛夫莱斯对时间和各种力量的深刻理解，称赞他使用时间来管理或者控制各种力量的技巧以及他的远见卓识。

沙纳汉说：“乔恩已经‘退休’30年了。幸运的是，他的价值观和管理方法很早以前就已经传递给许多人。”[注]

洛夫莱斯知道避免过分简单化十分重要，所以总是充分理解暂时的模糊不清，总是让大家公开讨论各种选择，从不急于得出结论或者明确做出什么决定。“乔恩从没有、也根本不会把资本集团的前景阐述得十分清楚，因为他一直喜欢让我们自己做出选择。”罗滕伯格解释说，“商学院的各种管理模型偏向于明确、果断的行动导向型管理方法，但是乔恩因为对精确性情有独钟，所以有惊人的能力应付难题、灵活解决问题，同时继续寻找最好的放眼于未来的解决方案。乔恩非常善于权衡，这对公司十分有利。”对洛夫莱斯来说，避免冲突对立，尤其是避免个人之间的冲突对立十分重要。他若与谁意见不合干脆就采取回避的方法。

“乔恩总是把资本集团的利益放在他个人的利益之上，”阿穆尔说，“并且用实例教会人们懂得一贯致力于甚至是钟情于资本集团三大使命的重要性。这三大使命在1963年就已经确定，它们是：为客户服务、为员工服务、为股东服务。”

对于洛夫莱斯，语言具有重大的意义。他总是刻意地寻找最合适的词汇或者语句，因为这对将来可能非常重要。当一位同事对公司重组发表评论时，洛夫莱斯恳切地说：“你真的是在说重组吗？调整这个词是不是更合适些？”同样，资本集团的合伙人谈论投资服务，而不是投资产品，谈论投资结果，而不是投资表现，因为表现的本质是昙花一现，那是好莱坞和纽约的演员所为。

资本集团刻意追求的就是相当平等的组织结构。柯比解释说：“从哲学和个人的角度来看，乔恩都很不喜欢被称作甚至被认为是‘老板’。他不喜欢这样。所以，传统的首席执行官角色是严格禁止的。不过，在管理上，如果觉得有必要，乔恩还是要投否决票的。但是远在那之前，当他对某件事感到紧张或者感觉不合适，他会走进你的办公室轻声对你说：‘咱们谈谈。’”

接着，柯比又自然地谈到沙纳汉：“麦克能做出果断的决定且毫不

耽搁。他办事毫不含糊，从不拖泥带水。注当他说‘一两天之后我告诉你’，他真能做到。麦克的决定之所以受到广泛的拥戴是因为大家都觉得他对所有人都非常公平。罗滕伯格也属于这一类：处理事情十分果断，而且非常公平。”尽管如此，人们有时候很难理解或者同意很少待在办公室里的沙纳汉的观点。发生这种情况的大多数时候都是因为他错过了准备会议，而在这些准备会上则探讨了某个观点。

总之，沙纳汉十分有眼光，而且在将解决问题的方法进行概念化方面很有创造性，所以他的处境和洛夫莱斯的一样：人们都想预测他如何做决定。格雷厄姆·霍洛韦说：“麦克很善于做决定，而且很快发现太多的人都把问题带给他，并且问他如何解决。但是麦克可不上这个当，他的回应就是先把问题问清楚，然后把皮球稳稳地踢回给提问的人。”沙纳汉听完之后说：“那你准备怎样解决这个问题？”有些人认为，他尽量远离办公室注，这样别人就不会依赖他，他就可以花更多的时间做他爱做的事情——投资。

资本集团的领导位置是一种进化的、有机的、自然的选择过程。为了帮助理解核心问题，高级合伙人经常被问及这样一个直接的、挑衅性的问题：资本集团的重要人物都尊敬和信任谁？在重大的压力下谁能够做出明智的决策？你会放心地将你母亲的钱交给谁保管？

沙纳汉说，因为困难时期（不是顺利时期）才是检验领导者的真正试金石，“所以糟糕的熊市就会向我们表明，谁能够在极其不利的环境中学到什么。我想了解的是谁能够长远地看问题、谁能把重点放在人员问题上”。

沙纳汉也是一位深谋远虑的人，他总是考虑远期的各种可能性，担心一些事件将来是否会重现。20世纪90年代末，当别人都在充分享受长期牛市带来的种种好处时，他却担心太多的个人投资者受到了一种没有根据的假设的诱惑，即15%~20%　的收益是正常的甚至是可能的。股价

从来没有如此高昂且持续时间如此之长，而且很明显股市不会继续这样下去。沙纳汉担心的是，如果当投资人在坏市场环境中赔了钱，尤其是当他们突然间大笔地赔钱，他们就有可能急于抛售。因为今天没有经验的共同基金投资人很可能是投资历史上“最弱势的生手”，他们在市场不景气时抛售所产生的影响可能造成股市的重大衰退，会给经济、股市、共同基金行业乃至资本集团带来越来越严重的后果。沙纳汉所担心的正是这方面的事情。

另一个令人担心的无法设想的方面是伦理和诚信水平下降的风险。柯比回忆说：“当我加入资本集团时，全行业都知道资本集团在各个方面一直都有很好的水准。当时和现在，资本集团叫得很响的一个词就是‘诚信’，这包括道德诚信和知识诚信。这一承诺一直追溯到JBL时代。”

资本集团70多年来对诚信问题上出现的违规现象从不容忍，也鲜有违规现象。一位交易人让华尔街的公司知道他想在新发行的股票上为个人赚一笔钱，他很快就被开除了。一位来自波士顿一家共同基金公司的分析员的夫人所做的个人交易跑在了资本集团的共同基金前面，尽管取证花了一段时间，但是这位分析员也被迫辞了职。

1983年，资本集团经历了一次痛苦的教训。当时的一位高管被发现从一个货币市场基金那里转移资金。这笔资金很大——大约200万美元，但是在经过了广泛的公司内部调查之后才得以确认。(注)有些人认为，尽管他藏了这么多钱也藏了这么久，但是他被抓住的唯一原因就是他在心理上想被抓住。还有人认为，这是白领犯罪的普遍心态，他逐渐认为自己太聪明了，根本不会被抓住，所以就变得有恃无恐。美国证券交易委员会对事实进行了深入的调查并且给予了处罚，同时禁止共同基金行业的个人介入，但是决定不予以犯罪起诉。资本集团也没有起诉。(注)

洛夫莱斯决心查出到底是哪儿出了毛病、原因究竟是什么。一些认

真思考的问题提了出来：资金转移的事故为什么没有早些发现？资本集团是不是不愿意相信这种事情会发生，甚至不愿意看到这种事情发生？那些仔细的反复检查出错了吗？还是因为有关人员害怕指出问题而被管理层“问斩来使”？资本集团意识到，为了保证诚信，公司必须在聘用和培训阶段多加小心，必须认真地查出没有预见到的问题，在全公司内对为什么要勤奋工作进行不断的培训。更重要的是，资本集团意识到，没有哪家大型公司可以保证自己的员工不说谎、不偷窃或者不欺骗，所以公司制定了一系列的反复检查制度。

资本集团捍卫投资者的利益时，对诚信这个问题考虑得更加认真。戈登·克劳福德谢绝了在媒体做任何评论，但是又牵头和其他机构投资者一起抗议基督教福音派电视节目主持人帕特·罗伯逊1997年的销售计划：针对报给公共股东26美元的价格，罗伯逊宣布以40美元的价格出售他在国际家庭娱乐股中的超级A股，罗伯逊很快做出了让步，同意所有的股东都得到同样的价格——每股35美元。[注]

商业历史课程教学生们认真思考如下问题：你在搞什么行业？你想搞什么行业？25年前，当时资本集团的全部投资资产只有25亿美元（共同基金公司里的15亿美元和资本监护信托公司里的10亿美元），比尔·赫特在纽波特组织了一次有几位高管参加的会议[注]，并提出了一个对他来说非常重要的放眼未来的问题：“我们如何组织管理100亿美元？”与会者都十分客气，对赫特所问的这个愚蠢的问题都没有提什么反对意见：100亿美元这个数简直不可思议，所以他们委婉地改变了题目。几年之后，当资本集团的管理资产远远超过100亿美元后，牛顿把赫特拉到一边向他坦白说，他和纽波特会议上其他人当时都认为他提的问题是“有史以来最愚蠢的问题之一”。

赫特说：“今天，我们需要问的问题是：‘我们怎样管理1万亿美元？！’如果我们能够管理1万亿美元，我们就需要为未来设计一个组织结构。所以，我们的管理挑战之一就是如何把一个能够取得优质的长期

投资结果的公司的性质和宗旨概念化，当我们管理非常庞大的资产时，还必须践行这个概念。”出于个人特点，罗滕伯格对资本集团继续取得伟大成功的直线预测采取了谨慎的态度：“在新兴市场上，我们比其他前10家管理公司加在一起的资产还要多。在国际投资方面，我们比我们身后的两三个竞争者加在一起还要大。在这两个领域，我们要想增加市场份额是办不到的。如果资本集团管理的投资资产经过调整以消除市场价格上涨的影响，那么基本的增长率大约就是7%。投资者的增长率大约也是7%。所以，正如JBL曾经说过的那样：‘在这个行业里没有杠杆融资。’正因为如此，我们才问自己：‘为什么资本集团现在没有达到其巅峰利润率和最大的增长率呢？’”

保持公司的整体感，而不是分成单独的部门，或者更糟的是变成只注重成本分配、不注重实际成果的独立中心，对保持公司适应人员变动、投资市场变化和商业机遇变化的应变能力至关重要。

在20世纪80年代初期，为了能够为资本集团管理大量资产做好准备，洛夫莱斯建议对主要的行业集团进行两次甚至三次分析。当然，这引发了相当大的争议，部分原因是成本明显增加，主要原因是这种做法侵犯了每个分析员的“领地”。没有多少投资公司（如果有的话）能够实行（甚至容忍）让三个不同的而且往往是相互冲突的分析员对主要的公司或者行业议论纷纷，但是资本集团现在在这样做。

最近几年，资本集团整个组织结构中悄然发生了一个重要的变化。在与美国证券交易委员会的合作中，形成两个决策小组：一个为共同基金做决策，另一个为世界范围内的机构客户做决策。这两个小组是根据决策方式而非公司所有权或获取信息的方式来划分的。美国证券交易委员会最大的投资限额[注]分别适用于两个小组，而不适用于整个资本集团。这两个精心分开的投资小组在做决策之前充分分享各种研究信息，并且广泛地讨论各种投资主题和趋势，却不讨论他们分别做出的投资决策或者行动（提倡投资部门在做投资决策时要独立运作，这对资本集团

来说并不容易，因为资本集团一直倡导的就是信息完全共享）。

这个组织的新名字——资本集团（Capital Group Companies，Inc.）——表明了这个组织内部的分解，而且通常来说，这种语义学上的含义人们看得都很重。资本集团的名字里没有英文表示所属的“of”一词，这在象征意义上和实际意义上都很重要，后来所经历的事情也证明这种分解是有效的。

资本集团坚定地认为，这种结构准确地反映了它的投资方式，而且证券交易委员会的监管灵活性放宽了一种可以理解却人为的限制。这对资本集团将来的成功投资造成了重要的影响。尽管如此，在进行大宗买卖时，规模仍然是资产流动性的挑战，是越来越多的职业人之间进行详细、具体的信息交流时面临的挑战，因为这些信息可能对投资决策至关重要，也是在资本集团这么大的组织里确保个人认同公司并使之负有深刻的责任感时面临的挑战。

“当然，成功促生了挑战，”马克·丹宁承认，“而且越成功，我们遇到的挑战将越大。”

---

1. 参见Alfred D. Chandler著，*Strategy & Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise.* MIT Press，Cambridge，MA（1969）。
2. “投资公司的管理：员工和文化”，由投资管理和研究协会1997年主办的会议。
3. 美国基金服务公司是一家工作量大且精确度高的具有传统经营结构的公司。该公司的蒂姆·韦斯承认有一个组织图表，却微笑着说这幅图表很少使用：“我们这里的组织结构也非常平行。”
4. 《福布斯》，1995年8月28日，第143页。
5. *Wall Street Journal*，1992年7月9日，“Capital Group Isn’t a Household Name”. Randall Smith。
6. “Capital Appreciation”by Christopher Oster，*SmartMoney*，1999年3月，第3页。
7. “投资公司的管理”，投资管理和研究协会主办。
8. “乔恩就是一台计算机，”他的朋友、克莱尔蒙特研究生大学前校长约翰·马圭尔

说，“他的心算水平你从来没有见过。‘1995年1月17日，’乔恩会说，‘啊，那是个星期二。’他知道6个月后他将在下午4点与人会面。他还能在心里把数字和时间融合在一起。”米德尔伯里学院名誉院长奥林·罗宾逊说：“乔恩对这个国家所有市场的掌握就像百科全书一样。他可以讨论当前的形势并且说：‘这很像1927年10月和1939年1月发生的事情，但是1954年8月不同，那是因为……’”“乔恩是棒球数据统计员，副业才是投资，”埃德斯·沃伦笑着说。“他谦虚的样子，那真是一种美。对所有可能认识他的人来说，他都是个英雄。”电视制片人诺曼·利尔说，利尔是在克莱尔蒙特大学结识洛夫莱斯的。

9. 根据戴夫·理查兹（Dave Richards）打来的电话。

10. 关于是什么因素导致施彻离开，人们的说法各异。留在公司里的人一般都认为，施彻太想自己管一摊事、太想脱离公司、太想投资那些并不适合美国投资公司或者华盛顿共同基金公司的股票了。另一个导致他离开的因素也许是他先前要拆分资本集团的建议以微弱的票数被击败。“霍华德过去是、现在依然是一位了不起的投资人，但是这个决定不能仅仅与霍华德有关，”乔恩·洛夫莱斯解释说，“这个决定还应该考虑别人的感受，而霍华德却宁愿和大家作对。假如霍华德再多些耐心、再多待一段时间继续寻找解决方案，我知道我有耐心、执着，那样我们就应该能够找到解决问题的出路。”朋友们则说，施彻并不想离开资本集团，假如洛夫莱斯推心置腹地与施彻说：“霍华德，我们必须找出解决方案，这对我们太重要了，因为我们必须找出解决方案。”不喜欢与人作对的洛夫莱斯曾让沙纳汉来考虑这个问题，不幸的是，施彻误认为这是洛夫莱斯对他缺乏直接的、个人的兴趣。PRIMECAP已经取得非凡的投资结果，管理的资产超过了250亿美元。现在施彻被公认为是优秀的投资家。

11. 资本集团的股票研究实力被认为对债券投资越来越重要。“我认为从下至上的工作是一个秘密武器，”吉姆·马拉利说，“很明显的优势就是，股票分析员在我们拥有债券的公司工作可以为我们的信贷工作提供信息。还有，他们对那些公司的分析工作扩大了我们的信息储备。经济数据的可靠性变得越来越差，所以用特定公司的经验来补充宏观状况是非常有益的。这往往是一种‘具有领先优势的’信息。”马拉利在伦敦的同事马克·布雷特说：“最近几年，经济学家们对欧洲通货膨胀的走向和利率非常关注。但是这些关注对我并没有产生影响，因为我们的分析员一直在告诉我们，单个公司本身并没有多少定价的权力。”

12. 1963年年末，洛夫莱斯在几次拒绝担任公司领导一职之后，终于同意担任资本研究与管理公司总裁一职。1975年，在他父亲于84岁逝世前4年，他成为公司的董事长。但是，性格使然，洛夫莱斯并没有连续担任董事长。他让别人也尝试这个工作，包括让霍华德·施彻在1982年和1983年担任董事长。1993年，洛夫莱斯让位，担任副董事长。

13. 约翰·劳伦斯，《洛杉矶时报》的商业编辑，后来在纽约证券交易所工作，1992年加入资本集团。

14. Tom Gordon的著作，Parent Effectiveness Training。

15. 《福布斯》，1995年8月28日，第150页。洛夫莱斯谦虚地自我评估说自己不是一位

非常优秀的管理者，谢绝了一个高管的职位，之后又从资本集团的董事会辞职。后来，费希尔劝说他回到董事会，但是洛夫莱斯只答应折中的头衔，即非执行董事长，但是当非执行董事长（英国的用法）这个概念被接受时，他又辞去了这个职位。

16. 沙纳汉在几个具有战略重要性的主张和决策上起了至关重要的作用。1971年，他安排与风险资本投资人唐·瓦伦丁联合（见第四章）。1972年，当组织和监管都不利的资本监护信托公司陷入困境时，沙纳汉将它接手过来（见第七章）。另一个重大贡献是重组美国基金发售人公司并将它并入资本集团。

17. 大多数时间里，沙纳汉都在加利福尼亚棕榈泉附近的家里，或者阿罗黑德湖附近的山上工作。他说："我个人非常喜欢自由。我不喜欢人群拥挤的机场，也不愿意会见满脸不高兴的客户。"这种安排也使酷爱高尔夫球的沙纳汉每天能有一个小时的时间认真地练习打高尔夫。

18. 最初，被转移的资金被认为只有4万美元。最初的感觉是这笔钱或者其中的大部分钱将用于资助童子军。实际上，大部分钱都掌握在犯罪人员手里。

19. 当时收购不久的安科集团的一个共同基金公司的董事辞职，部分原因是这个不予以起诉的决定。

20. *Institutional Investor*，1997年7月，第9页。

21. 鲍勃·艾格尔斯顿、戴维·费希尔、埃德·哈吉姆、鲍勃·柯比、比尔·牛顿、霍华德·施彻和麦克·沙纳汉。

22. 包括毒药"引发器"和"控制"百分比所有权限制。

第十四章 薪酬

给读者的提示

投资管理行业的薪酬非常高。在这个行业里就业的高层人士不仅可以从事有趣的工作，而且可以感受与最好的对手竞争时的兴奋，享受与该行业里杰出人才共事的乐趣，获得公司、行业、国家和市场方向的海量信息，拥有自我实现的机会，可以说历史上其他职业都不可能向其从业者提供这么丰厚的回报。

公司与公司之间（尤其是不同公司之间）[注]、国家与国家之间的薪酬差异巨大，但是导致一家公司内部薪酬差异的主要因素是投资能力，而能力的大小又很容易用投资业绩来衡量。业绩之外的因素对薪酬也有巨大的影响。在投资管理行业，有三个因素对薪酬有很大影响。第一，全部薪酬往往取决于个人加入公司的具体日期这么简单的小事：先来与后到之间确实有着极大的差别。

第二，大多数公司允许“政治”的存在，有时候公司政治所起的作用又特别大。公司政治往往都是人际间的政治：受到当权者的青睐那可是好处无限。有些政治反映了单位的获利能力。你的单位获利越多，你得到的薪酬就越高。有些政治反映了所有权的影响，在涉及如何根据所有权和实际贡献来分配收益的问题时，这种影响尤其明显。通常情况下都是由所有者做出重要的决定并且制定游戏规则，而且这些决定和游戏规则又几乎总是符合他们自己的利益，这一点也是可以理解的。

第三，当前的薪酬绝对要看当前的业绩：高额奖金通常都是由当年的表现决定的，而这种做法对于长期投资几乎没有什么意义，

慷慨奖励通常很少出现、要是有也只能说是一种运气。

所有权的突然变更会对长期薪酬造成无法控制的影响。尽管所有权在公司为私营时得益很大——因为行业的利润率太高、所需要的资本再投资又很少，但是当公司被出售或者变为公有时总有一种“大爆炸”的隐患。因为在那个时刻，所创造的财富（或者说所揭示的财富）要比该公司原来所有年景的总和还要多。

当然，这笔庞大的交易收益就是投资公司被卖掉的主要原因。尽管刚刚成为新拥有者的银行或者保险公司总是将这种交易描述为商业收购，但是也只有天真的外行才会相信这些交易真的只是收购。因为主动性总是在出售的投资公司一方，所以业内人士都知道这就是销售活动。

公司创建者不成比例的主宰优势最突出的表现就是在公司被出售的时候。情况往往都是这样的：建设性的所有权内部转让做不到的原因就是公司创建者在“世界末日”之前的岁月里没有安排将所有权进行有序、公平的分享。这使得交易时间来临时公司不可避免地出售给最高竞标者。在这种决策和行动的重大关键时刻，购买这家公司的市场价格太高了，公司内部团体拿不出足够的资本竞价，公司的创建者也觉得不能接受再低的价格。

通常情况是（并不总是），严重的伤害已经造成。职业公司里的那种极为重要的相互信任和同事之间微妙的关系被谁拥有什么、谁得到什么薪酬等无情的计算弄得支离破碎。一些人突然间暴富，以至于再也没有奋发向上的劲头，另一些人则觉得自己吃了亏，对遭受的不公平待遇耿耿于怀。出售公司会引起一系列不利的内部变化，进而导致公司的能力在表面上和实际上的下降，而且往往下降得很快。同时，公司的未来发展也悄然受到限制，远不如所有权被认真、合理地分享的情况下可能的发展。

出售的第二个主要原因是所有者的年龄问题：所有者出售自己公司的年龄一般为60多岁或者55岁。

第三个原因往往是最主要的原因。不管是有意还是无意，早期

的所有者没有制订出将所有权逐渐转让给继承者的明智的计划。所有权结构被用来最大化委托人的经济利益，尤其是原始委托人的经济利益，这些原始委托人不仅是大股东，而且在所有权变更上拥有决策权。可以理解的是，他们并不急于削减自己的所有权。也许这么概括有些勉强，但是如下就是典型的背景情况。

在大多数成熟的投资组织里都可以看到三代人：第一代人是创业者，他们的思维都集中在了当年艰苦创业的日子里自己所做的重要贡献、之后又如何使公司走入了良性循环所做的艰苦工作；第二代人是建设者，这一代人包括在公司创业期加入公司并带来了许多业务的人，他们在公司之外往往名气很大，而且越来越被认为是投资和公司管理方面的内部领袖，尽管他们把评估的重要性都集中在了当前的贡献上，但是他们期待更快地掌握权力；第三代人是未来一代，公司里的这些人此时正逐渐得到认可，并且从自己的角度看，代表了公司长远的希望和抱负。每一代人都有理由认为（尤其是在通过出售或者兼并，所有权突然间变成现金时，更有理由认为）自己应该拥有更多的股份。

内部紧张的谈判经常发生，而通常的解决方法是，承认按照目前的市场估价，公司的市场价值太大了，内部继承者根本付不起钱，所以当前的所有者认为自己没有理由接受低于市场制定的公司价值，他们认为这个价值是他们应得的，这本身也是可以理解的。

买方总是认为他所购买的是将来的收益，但是现实主义者知道，卖掉的并不是未来，而是过去的收益和过去积累的资产。这种误解有助于解释这样一种事实：对投资公司的许多收购都没有实现买主的期待。职业公司被出售总会造成混乱，有时候还是毁灭性的。特定经济报酬的冷酷现实令人苦恼，而且扭曲了人际关系。出售之前、期间和之后的经历伤害了公司的运作能力，而众所周知的是，客户却是“最后知道事实的”群体。

资本集团在许多重要的方面都与这些行业做法迥然不同。第一个也是最大的不同之处就是永远不出售公司的坚定决心；永远保持私有制，其所有者将永远是公司的主要股东。这种重要的决心非同

寻常，因为资本集团的经济价值太大了，这么大资产的获得其中有至少一个原因是将过去数年的利润进行大胆的再投资，而投资所产生的资产现在则在更高的层次上创造着利润。

第二个主要的不同之处是刻意追求客观的公平性。通常的权力、政治、资格等势力在资本集团都实现了平衡，平衡的手段就是一贯根据每个人的具体贡献进行客观评估。

资本集团制定了一种极其灵活的薪酬结构，共有6个等级，每个等级都由个人在完成资本集团对客户、员工和所有者这三大对象服务使命的增值情况来确定。

在很大程度上，公司领导层的慷慨大度长期以来一直是资本集团所有权不断再分配过程的主要特点。这个过程在很久以前就开始了，而且以不是很高的公司价值为基础的，目的是不让转让价格破坏所有权再分配的过程。

资本集团整体薪酬制度中一个特别的长处就是系统地取消了种种身份和地位的象征：头衔、楼角办公室、办公室的大小、不同的装修和办公用品等。头衔的流动性很大又很多，但是从来没有被认为有多么重要。公司的业务部门太多了，人们诙谐地说，这里有足够的董事长位置和总裁位置可以“装满整个楼层”。

资本集团有一种与众不同的薪酬形式，那就是在一个没有政治、处处体现责任心的组织里与一群十分杰出、令人愉悦的人在一起工作的个人满足感。资本集团一直放眼于未来，尤其是在关于如何取得一贯优质的投资结果方面采取更为长久的观点。这是一个令同行羡慕、令客户欣赏和感念的组织。

“卖掉在资本集团的股份是我做过的最糟糕的投资决定。”科尔曼·莫顿[注]准确无误地承认，因为他看到了资本集团的股票已经成为全行业最有价值的东西。

内部的估价（合伙人每年买卖股份的唯一依据）是根据一个公式确

定的，这个公式的计算结果是30亿~40亿美元，但这只是通过比较收购公司购买其他投资公司的价格而估计的公平市价的1/10。

当然这并没有关系：资本集团并不出售，永远也不出售。

即使没有公共市场估价的大幅度加价，资本集团作为一家私营公司所获得的投资收益也一直颇丰：每年的收益按复利计算递增20%，而且几乎30年来一直是这样。

拥有资本集团的股份并非一直如此高收益，远远不是这样。20世纪70年代初，资本集团短暂地出现了亏损。从1931年到1954年年底，资本集团仅仅收支持平。注在亏损的年代，当时唯一的所有者JBL个人承担了所有亏损。艰苦的岁月让资本集团学会了在所有形式的薪酬上都要保守。

20世纪六七十年代，投资行业的工资水平越涨越高，但是资本集团仍按照洛杉矶的市场现行工资率支付工资，而这里的市场现行工资率远远低于纽约市的水平。JBL信奉的是老派的薪酬方式：长期努力工作来证明你自己，照顾你的人就是我们。真正的支付被延缓到了将来，对某些人来讲可能显得太遥远了。注合伙人所得到的工资来自资本集团几个不同的部门，据称这么做是因为这种复杂性很难让合伙人相互比较自己的工资（资本集团仍然极不鼓励相互之间比较薪酬，而且大家都心照不宣地明白，只要你想继续得到晋升，那么明智的做法就是在这个问题上保持沉默）。

JBL真的十分保守。注他在薪酬问题上的节制做法部分源于自己在20世纪三四十年代负责资本集团这家小型边缘公司20年的个人经历，一部分源于他在底特律埃迪–麦克龙股票经纪公司不事张扬的经历，还有一部分源于他把投资管理看作一种生意的深刻的哲学观点。

1959年比尔·牛顿加入资本集团时，JBL问他5年之后希望工资是多

少。“我认识到这不是一个很随便的问题，他肯定期待我给个回答，”牛顿回忆说，“所以我就尽量认真地想了想然后迅速地回答‘5万美元’——这比我当时所挣的工资1万美元高出了许多。从洛夫莱斯先生的反应来看，我能看出这至少是可能的。”

当资本集团终于在1954年开始盈利时，JBL开始和别人分享所有权。“JBL远在必要之前就请其他人成为合伙人。”戴维·费希尔说。在分享普通股这件事中，JBL所表现的不仅是慷慨大度。他想按照与公开上市公司的倍数相等的价格收益比在内部出售股份，因为他认为那可以比较[注]（由于公司典型的价格收益比比当前的收益高20多倍，所以至少按照历史的标准来看，这差不多就是全价了）。在过60岁生日的前两个月，JBL根据股本价值和收益的这样一种定价公式出售了资本集团60%的股份。

JBL的秘书给格雷厄姆·霍洛韦打电话说JBL想和他见面，和他一起吃午饭。“我不认识他，并且认为他也不认识我。这毕竟是我在公司工作的第一年，而且我工作的地点是堪萨斯或者内布拉斯加，而不是洛杉矶。坦白地说，我有点儿担心，也许我做错了什么事情。我怎么也想不出来是因为什么，但是我真的很担心。当我知道那次共进午餐时他的意图之后，你可以想象我的惊讶程度：JBL决定向我出售他在资本集团的股份。此外，尽管我非常想买，可是他知道当时筹措这笔钱对我家庭的经济状况来说比较困难，所以他提出这笔钱先由他借给我。当然，我惊讶得简直说不出话来！”

乔恩·洛夫莱斯和他父亲有一项协定：他没有得到（也没有继承[注]）JBL在资本集团相当大的股份所有权[注]中的任何部分。乔恩后来分给别人的股份是他在20世纪50年代购买的。费希尔说：“我们时刻提醒自己，正是在20世纪50年代这家公司开始证明非常成功时，JBL开始将所有权分配给别人。乔恩的做法也一样。我认为这给了我们大家一种特殊的责任感。”

资本集团的薪酬项目的宗旨就是，将个人的动力和公司的动力以及客户的动力汇集到一起，从而加强资本集团的文化。资本集团努力抵消当前的薪酬与竞争者所支付的薪酬的差距，所以加入资本集团的决定是由其他因素促成的：组织氛围和文化、职业挑战和个人发展的机遇、核心价值、同事，等等。

资本集团的经济薪酬有不同的形式：

- 薪酬制定得接近投资行业薪酬范围的顶端。今天，资本集团的投资职业高管每年的薪酬和奖金远远高于200万美元，条件是其投资结果非常好。为了鼓励长远地看问题，奖金是根据4年投资结果的移动平均数制定的，并不是根据短期（比如一年）的结果而定，而大多数投资公司则普遍采用这种短期的方法。

- 个人之间的奖金差额非常大，这是根据个人的贡献而定的。奖金高的甚至可以和薪水相比，尤其是当个人的表现卓越、为资本集团创造收益很高时，奖金就更高。“每一项投资决定都对你的表现记录和你未来四年的收入多少有着直接的影响，”一位证券投资组合顾问说，“这可以让你心无旁骛地专心工作。”

薪酬制度十分鼓励证券投资组合顾问之间沟通投资思想；当整个基金做得很好时，公司就奖励这个基金所有的证券投资组合顾问。

如果在股市低迷时与竞争者相比较投资结果很好，即使利润下降，奖金也可以提高，因为费用是按照所管理资产的市场价值的百分比支付的。这种薪酬处理方法对具有长远眼光的私营投资公司来说非常合适，但是对公开上市公司来说是一种享受不起的奢侈品。

- 参加资本集团的固定缴款员工福利计划（该计划投资在2000多万投资者所拥有的美国基金里），以高于市场升值率的复利付息。6年后获取投资收益。

对个人投资活动的限制（除了在资本集团自己的共同基金股份

投资之外），资本集团的严格程度要远远高于其他大多数投资公司。这样做的一个结果就是资本集团的大多数员工并不为自己的账户积极地投资：80%的人一年之内的交易额为零，而其余的人中大多数每年也只做一两笔交易。另一个结果是，依照“自力更生，丰衣足食”的俗语，资本集团的6 000名员工通过“主人退休计划”，成为美国基金的大投资者。包括这个计划和所有个人投资，资本集团的员工现在在美国基金的投资几乎达到10亿美元。

- 在各种各样的奖金储备库中选择一两个参加的现象非常普遍。员工之间的参加比例差别很大，并且根据贡献每年都重新修订。参加的资格部分是基于诸如对整个公司的贡献等质量因素，部分是基于诸如按照职业投资人的适当标准而取得的投资结果，根据4年的移动平均数来计算。[注]奖金储备库的规模根据整个公司所取得的结果大小而不同。

- 参加“特殊薪酬计划”可以分配资本集团税前利润中的很大一部分。每年年初，利润被分配给约500位在较长时期内做出过突出贡献的关键员工。“特殊薪酬计划”是洛夫莱斯和沙纳汉在1981年制订的，这是因为股份所有权虽然被设计为可以改变的，但跟不上个人贡献的变化。

“特殊薪酬计划”的分配利润，人与人之间差异很大，而同一个人每年也各有不同。所有奖金计划的支出差异也很大，小到不足一个人的工资，大到资本集团和个人合伙人全年工资的三四倍。“特殊薪酬计划”是经过了精心的努力才分配的，目的是保证假如分配被公布了（其实不公布），所有参加者都会认为是公平的。

有一个例外：乔恩·洛夫莱斯尽管多年来都扮演重要的角色且拥有很大比例的股权[注]，却坚持在最初几年里个人只获得少量的特殊薪酬，这样，更多的特殊薪酬就可以分配给股份较少的优秀年轻职业人。

- 资本集团特别制定了几个项目来奖励极有前途的年轻职业

人。奖励先经过几年的授权，然后转变成资本集团的股票所有权。沙纳汉说："资本集团的薪酬政策重点放在了满足青年人的需要和利益上，因为按照自己的收入，他们没有能力承担重大的价格波动。"

- 资本集团的所有权[注]被扩大到了350多位关键的人物[注]，目的是保证所有权和长期奖励尽可能紧密地和长期贡献联系在一起。"我们想让大多数领薪水的人拥有大部分股份。"费希尔说。所有权随着持有期的延长和多年贡献的积累而积累。股份分为两类：A股和B股。资本集团的投票控制权集中在B股上[注]，每股有15个投票权，而A股则每股只有1个投票权。B股的70多位股东是经过精心选择的。选择标准包括多年的实质性贡献和在公司内部被广泛尊为领袖人物，但是选择B股股东的主要标准是，他们必须充分理解资本集团私有的特性，而且应该达到休戚相关的程度，这样他们就永远不会考虑将公司出售。为了保证将投票控制权传到年轻合伙人手里，B股卖回给公司的固定模式是从65岁开始到72岁完成。

资本集团的股份根据一个公式化的基础来估价（主要是根据账面价值加上根据所管理的资产与收入之和得出的一个"上下限"）。这家公司将股份的价值规定得更接近于账面价值，而不是当前的市场估价。此外，年轻的股东们还可获得资本集团提供的慷慨贷款[注]，以便他们支付购买股份的首付款。

与高级职业经纪人对许多选择进行了广泛的讨论和探讨之后，JBL制定出了（JL的工作是努力达成共识）一个买卖股票的协议，将B股正式买回分成三步走：65岁时1/3，67岁时1/3，72岁时最后的1/3。JBL第一个开始执行这个买卖股票的协议书。（退休或者到另一家公司就职时，股东必须在90天之内将所有B股卖回给公司。）[注]

股东们只要在公司里做全职工作就可以一直持有A股，然后在退休之后的6年内将全部A股卖回。[注]股东如果转入竞争对手公司，就必须

立刻将所有的A股卖回。

20世纪80年代末，资本集团认识到自己在信息技术领域的投资不足，从而开始了一项为期12年的奋起直追的信息技术大规模投资，投入的成本比预计的还要高（信息技术的投资规模一直很大，现在每年为3.75亿美元）。这种投资花费使得好几年利润都很低，但是之后随着利润大幅度增长，已经见到了效益。“在我们所做的一切工作上都采取长远眼光，这种自由和纪律就是我们保持私营公司的重要原因。”罗滕伯格解释说。

在资本集团公开股份所有制的项目中起到至关重要作用的就是乔恩·洛夫莱斯的决定。他甚至没有和别人商量就主动提出，他的家族所拥有的资本集团的股份太多了[注]，并在公司内展开了大规模的股份再分配工作。[注]这个项目证明是资本集团长期发展的潜在力量之一。（当洛夫莱斯将他和家人的股份百分比大幅降低之后，他意识到他的家族在拥有一个非常大的馅饼中的一小块之后，理财做得很不错。）

由于资本集团在行业内的强大地位，资本集团的股票价值30年来大幅度提高，增长了200多倍。高管们认识到，增长率肯定要减缓下来。正如柯比所说的那样：“一旦我们遇到了1973~1974年那样的糟糕年景，那么直接受影响的就是年轻合伙人的生活水平。”

如果资本集团现在的理论市场价值如外界猜测的那样超过了300亿美元，洛夫莱斯就已经和公司里其他的人分享了数十亿美元（同事们一般都使用“被给予”）。在资本集团内部，大家都知道每一代合伙人都受到了而且还将受到上一代人的补贴。而且每一代合伙人同样要补贴未来的几代合伙人，因为股权被看作一种转瞬即逝的现象，所有权其实就是管理的义务，其中的责任要大于权利。

乔恩·洛夫莱斯深刻理解并践行了他父亲临终前给一位护士的忠告。当时这位护士向JBL请教如何在生活中取得成功，JBL给她的简单

忠告就是："不贪婪。"

"有一次我问乔恩他担心什么、什么能够真正伤害资本集团。"费希尔说，"他的回答既简洁又迅速：'贪婪！'当然，贪婪可能来自个人，也可能来自一个团体。贪婪永远是一种威胁。"

"记得JBL临终前不久我去医院看望他，"尼莉·希克斯基说，"我们手握手谈了45分钟。我清楚记得他在提到我们即将搬迁到新的办公地点时表现出的关注：'可别昏了头啊。'他担心一旦受到短期投机产生的诱惑，就有可能被冲昏头脑。"

马克·丹宁说："JL关注的是两个至关重要的词，即'公平'和'贪婪'。永远争取公平，永远尽力避免贪婪，不管是短期的还是长期的贪婪都要避免。"

许多年来，风险资本投资一直是加利福尼亚州的重要领域，而且资本集团一直与风险资本投资非常成功的红杉资本和瓦伦丁公司保持长期和成功的关系。[注]在20世纪最后20年中，资本集团有将近100位资深合伙人投资于风险投资基金，他们在与红杉资本的投资合作中取得了大笔收益。在资本集团的倡导下，这种特殊关系根据"恺撒之妻不应受人怀疑"的原则而中止了，这样可以消除人们对资本集团有可能偏离绝对为客户投资这一大方向的疑虑。[注]

财产和税收计划可能对长期薪酬造成重要的影响，进入资本集团的"个人投资管理单位"（该单位服务于富有的客户和个人[注]）可能是个需要考虑的重要问题。个人投资管理单位的一大客户群包括资本集团的员工、他们的家人和继承人。正如该单位的一位领导者所说："他们为这个单位的投资工作制定了标准，并且对他们所期待的竞争和服务价值要求很高。"这对这个业务单位来说确实是一条有益的纪律。

资本集团鼓励员工参与慈善机构，为每位员工匹配的慈善捐赠是二

对一，最高为1万美元，为股东匹配的是三对一。

如果一家公司想在整个公司内体现出公正、慷慨和有信誉，那么公司的领导者必须起带头作用。吉姆·罗滕伯格在自己的工作生涯中很早就学会了这一点。“当我最初有机会购买资本集团的一些股份时，我感到非常兴奋。”他当时却不知道资本集团正在进入一个非常艰苦的时期。资本集团的股价大幅下跌的少数几个年景中，1974年就是其中一年。罗滕伯格描述自己当时是一个不知深浅的年轻分析员，走进研究部主任的办公室说：“假如你能给我机会再买些股份，那就太好了，这样我自己的股票存量的平均成本就可以降低了。”几个星期之后，财务总监走进他的办公室，提出以较低的价格卖给罗滕伯格一批股票，数量和他第一次购买的相同。[注]“卖给我股票的是公司当时的总裁。[注]学到了什么？公平、慷慨和信誉必须来自组织的最高层。”

薪酬的另一种形式是非资金的。[注]充分分享全世界各地经济、技术、政府和社会等方面众多的信息和思想（以及在这方面能感受到的各种人格魅力），令人感到趣味无穷、心情愉悦。在一个广泛受到赞誉和尊敬、充满了德艺双馨杰出人才的组织里面工作，这既令人着迷又是一种挑战。众多的职业发展机遇和个人潜力的充分开发，在精神和情感上都给人一种满足感。

---

1. 40年前的主要管理者银行和保险公司有一个深刻的问题：它们的组织薪酬结构是为一个完全不同的业务设计的，因此它们的薪酬要比专门从事投资管理的公司所提供的薪酬低得多。随着越来越多的职业投资人从银行和保险公司跳槽到专业的投资管理公司，客户和业务也随着这些人转移了阵地。最开始人才的流动还是涓涓细流，后来却犹如洪水涌动。
2. 莫顿曾经拥有10%，而且还有买卖选择权，可以拥有高达20%的股份（见第二章）。
3. 1954年（股价上涨了40%）是资本集团真正获利的第一年。
4. 使得唐·史密斯、史蒂夫·雷诺兹和鲍勃·莱珀于20世纪80年代早期退出了资本集团。
5. JBL极度保守的一个明显例子可以在他妻子玛丽·洛夫莱斯身上看到。她自己不开

车，而且拒绝私人司机为她开车，总是乘坐公共汽车到洛杉矶，一直到80多岁时还是这样。

6. 普赖斯先生也持有类似的想法，他在T·罗–普赖斯公司也是这样分享所有权的。

7. 23岁从普林斯顿大学毕业时，他收到了一份2万美元的现金礼物和1万美元的美国共同基金的股份。

8. 资本集团的律师本·朗曾经劝说乔恩·洛夫莱斯继续拥有多数投票控股权，但是洛夫莱斯拒绝了，因此他的股份从没有超过投票控股权所应有的39%的比例，也没有超过经济利益的25%。

9. 平均价格最初加权为40%、30%、20%和10%，但是最近大致改为40%、20%、20%和20%。

10. 当时大约是25%。

11. 关键员工对附属公司的部分所有权在20世纪70年代被买回到了母公司。埃迪·哈吉姆、史蒂夫·雷诺兹等人1967年在东海岸创办格林威治资本集团时曾拥有该公司30%的股份。5位高管（鲍勃·柯比、内德·贝利、比尔·牛顿、查克·希姆普和吉姆·邓顿）在西海岸创建资本监护人公司时每人都拥有该公司2%的股份。20世纪70年代，这些股份都被买回到了母公司。（查克·希姆普曾将他的股份卖给了别人，其中包括沙纳汉和费希尔。）更重要的是，创办了美国基金发售人公司的沃德·毕晓普竟然拥有这个共同基金销售和服务公司100%的股份，而且长达30年的时间。美国基金发售人公司1974年在共同基金行业处于循环低点时被并入了资本集团。

12. 相比之下，1990年，只有75位合伙人拥有股份。

13. JL许多年前几乎拥有1/4的B股，但是已经把他在资本集团的全部股份拥有权从20%降到了不到5%，而现在他所拥有的B股为0。比尔·牛顿把他的股份从5%减到了0。麦克·沙纳汉、戴维·费希尔和吉姆·罗滕伯格每人都拥有5%。1958~1972年加入资本集团的那批职业人（部分原因是20世纪七八十年代聘用的职业人太少了），每人都拥有相当大的股份。（所有股份都受到一种股票限制协定的控制。）

14. 1973~1974年，这种做法避免了对年轻股东们家庭财政的可怕影响，当时资本集团在几个季度内出现了亏损，美洲银行也对他们做了催款要求。

15. 假如公司被出售，他们可以得到较长时间的“加税补偿”来保证重新买回他们的股份。

16. 1968~1970年，至少65岁的股东可以在当时的所有者之后，将股份保持在家人手里两代人的时间，就是说与所有者有直接联系的孙子辈的家庭成员手里。JBL和沃德·毕晓普都是A股的大股东。

17. 1968年，乔恩·洛夫莱斯拥有资本集团30%投票控制权的股份。

18. 为了扩大可用所有权的总体规模，JL的两个姊妹同意减少她们的股份（她们家族财产的一个重要部分）。最早的股东比如JBL的秘书玛丽·鲍尔和沃德·毕晓普被授予了“元

老”的特殊地位，可以终生持有自己的股份。

19. 正如在第二章所解释的那样，资本集团的合伙人也经常是红杉资本的投资者。

20. 当然，深入洞察技术和市场的重大发展趋势继续为资本集团的决策起到了保障作用。

21. 索罗门·“索尼”·卡姆（同时兼任资本集团的法律总顾问）22年来一直是洛杉矶O’Melveny & Myers公司的信托和财产合伙人，并管理着“个人投资管理”的财产计划部，该部在内华达州有一家子公司，享受该州提供的税收优惠政策。

22. 20世纪70年代，当财务总监默多克·“巴德”·麦克雷走进某个合伙人的办公室告诉他现在可以购买股份时，并非每个人都很激动。有些合伙人看到他从走廊里过来时就会悄悄地关上办公室的门。

23. 乔恩·洛夫莱斯给其他关键的职业人也提供了同样的机会。

24. 资本集团还有一种旅游分配的大规模项目，可以去旅游和广泛参加公司内部各种职业团体的活动。

第十五章
投资

给读者的提示

今天的机构投资是一项相当集中的投资活动。如今业内证券投资组合年均换率手已超过100%，一笔投资的平均持有时间还不到一年。

不管基金管理人对当前的行业、公司和市场情况有多少了解，谨慎的观察者必须思考，在这种机构行为中，有多少是真正的投资，有多少仅仅是有高度针对性的投机行为。看看下面这些简单的数据：如果买进的每只股票有6种投资可能，而且一项集体投资持有80股，换手率为100%的话，在一年中的每个工作日，证券管理者就得做出4个数百万美元的“买还是不买”和“卖还是不卖”的决定。然而这样的决定能够像所有谨慎的投资那样经过审慎的思考和分析吗？

虽然审慎的独立思考在真正的投资中总是很有价值，但在投资者的视野仅限于未来的一年，而且所有主要竞争者都能快速获取相同信息的基础上，股票市场的日益机构化[注]已经在很大程度上缩小了投资者可能获得并最大限度地利用重大竞争优势的机会。

由互联网、群发传真、电话会议以及电脑终端所构成的即时通信网络把无数集体投资者联结起来。这个复杂的网络能够让投资者们快速进入大型数据库，参加各种会议，获取分析模块并且获得与公司、行业、市场、管理及技术等各方面信息有关的书面报告。

每家大型的证券交易公司都拥有至少300名提供各类公司和行业

信息及评估的研究分析员，他们为了各自所在机构能够盈利而相互竞争。与此同时，各个机构为了抢占先机，也围绕及时获得新信息展开竞争。

这不是一场公平的游戏。50位活跃的机构投资者为了获得世界上100多家证券交易公司提供的第一手服务而支付的单笔佣金和承销差价都超过了1亿美元（排名前十的投资者则支付了10多亿美元）。这些交易公司开出的“第一报价”永远都会得到满足。

所有机构投资者都在为获得更多的市场回报而努力，但由于机构投资者的交易几乎占纽约证交所公开交易额的90%（他们在芝加哥期权交易所进行的期货交易额中占的比重更大），他们占据了股票市场，以至于必须互相买卖。由于交易花费不菲，并且大多数机构管理的多种投资组合与他们的基本投资组合（不包括对那些表现极不稳定的巨额投资）的份额相当，在这场赔钱的游戏里，大多数机构投资者的投资组合表现不佳也在情理之中。这凸显了一个重要的事实：资本集团的职业投资人意识到而且刻骨铭心地认为，在长期投资中获利的秘诀是保持“不赔”；另外，防守比主动出击更重要。

一直以来，为了追求更好的市场表现而展开的激烈竞争导致绝大多数机构投资者采取以下两种手段：（1）让股票表现不高不低，从而避免因表现不稳定而遭批评；（2）随时准备抢在对手占领市场前采取快速的行动。因此，机构投资者之间年均换手率超过了100%。

因为数百万人要做出数十亿个决定，所以作为交易场所的股市并不完美，每时每刻都会出现决策失误。一些重大失误，比如IT泡沫，就显得非常突出。但信息搜集和分布（经常，但不总是）能迅速自我修正，所以借别人的失误获利非常困难。对那些投身短期投资的人来说，从他人的错误中获利是唯一的希望，但长期投资则大不相同。

为了取得优异的成绩，多数机构投资者努力追求投资的内在一致性和连贯性。他们在以增长型或价值型股票为中心的投资哲学指

导下投资。另一项组织原则是开发并制定一套清晰易懂并能管理所有投资决定的投资程序，这一程序对内适用于分析员和基金管理人，对外适用于所有客户。

与之相反，资本集团的职业人抛开所有复杂的投资哲学或特定的投资程序，宣称该公司所有的投资决定都是结合自身条件独立做出的。资本集团的职业人甚至不用“表现”这个词，在他们看来，这个词是好莱坞和百老汇的专利。他们谈论的是投资结果。

证券投资组合顾问通过不同的方式做出投资决定，而且投资方式不止一种。资本集团一直以来都和“价值型投资”这一说法较劲，因为其他投资者通常把“价值型”冠于市盈率低、高股息、资产充足的股票之上。与之相反，资本集团眼中的价值型股票涵盖所有前景好、回报高的投资，甚至包括增长型股票。

资本集团在投资领域一向以特立独行闻名，原因有三：（1）它拥有强大的内部研究能力；（2）它的投资顾问和分析员总是在寻找独立投资或反向操作的机会；（3）分析员和顾问关注的投资回报时间范围远远超过了绝大多数投资者的视野。[注]

正因如此，尽管面临激烈的竞争，资本集团是唯一一家在过去10年、20年、30年、40年、50年和70年的长期投资中连续创造投资神话的大型投资公司。

尽管该公司在过去的长期投资中业绩斐然，但这并不让人感到吃惊，至少回顾起来是如此。一直以来，资本集团为获得良好的长期投资业绩而努力，从而为投资者、员工和所有者获得三者共赢的丰厚回报。

1999年4月，鲍勃·柯比在一次大型会议上说：“股市在多数情况下都是动荡不定的。很久以前我就看出来了，股市好比一个钟摆，没有模式或节奏可言。钟摆在3和9两个位置间摇摆。在3这个位置上，整个股市充斥着恐惧和惊慌，而在9这个位置，贪婪和疯狂则成了主导。在6这个位置上才会出现逻辑与平衡，也正是在这个点上，估价对大多数理智

的人来说才有意义。然而钟摆在6这个谨慎的人能够控制的点上停留的时间并不长。今天的股市是否完全疯狂，我不敢肯定，但钟摆无疑过了8点30分的位置！”（后来几年股市低迷充分证明股市标价过高。柯比的钟摆并没在8点30分的位置上停留太久。）

柯比的惊人之语还不止如此，他的下一个目标是投资战略：“我觉得，人这一辈子总有必须实话实说的时候。毕竟我完全能分享公司利润，拥有公司所有的股票，而且一旦需要我总能享受社会保障。因此，尽管在座各位有许多是我的客户，我仍承认自己从来没有过投资战略，一次也没有。”

柯比描述了传统的投资战略家根据经济发展和股市之间有逻辑关系这一假定，如何先提出他们对经济的看法，再选择合适的经济部门、行业和公司进行投资。之后，柯比宣称：“我从事普通股票证券管理已有40多年。如果经济发展和股票价格之间存在任何可预测的联系，那这种联系肯定是逃过了我的注意。”

“我们正试图打造高机会低风险并且多样化的证券投资组合，根本不在乎标准普尔500指数的构成。过去几年里，这一行是出现了许多疯狂愚蠢的行为，所以一个极不喜欢石油工业的人会在其证券投资组合中将该股的比重降至10%，而它在标普500指数中所占的比重则是13.2%。再怎么不喜欢他还是拥有10%的份额。”

柯比承认，他说自己从未有过投资战略，此话不完全正确。他的解释是自己的投资策略不是自上而下，而是自下而上，也就是说，在增长型行业里找出实力雄厚、管理良好的公司，然后以合理的条件对这些公司进行投资。“有点儿耐心加上努力工作，不久你就能发现30、40甚至50家符合你的投资标准的公司，那么你就有了自己的投资组合！”[注]

通过公司分析员的深入研究，资本集团集中精力评估特定行业和单个公司的前景，并且鼓励独立思考和行动。资本集团在投资决策上采取

折中的方法，而且它认识到公司的证券投资组合通常会显示出非常混杂的特征，因此要避免只有一个总体投资组合的投资策略。相反，资本集团注重的是，对每笔特定的投资进行严格的价值审核。

对每个决策负全责是参与决策的独立分析员和某位具体的投资顾问面临的首要问题。资本集团将仔细测算得到的每位职业人的投资结果与薪酬直接挂钩，以此来明确每笔投资的个人责任（见第十三章）。

虽然一向关注长期投资价值，但没有严格规定必须遵循某种程序来选择股票进行投资。马克·丹宁说："我想这和作为一个基督徒有点儿像。你能够自我选择成为天主教徒，浸信会教徒或者是卫理公会派教徒。我们在世界各地寻找好的公司，它们不必符合某个预想的模式或种类，它们唯一的共同之处是必须保证自己的股票在长期投资中能够升值盈利。资本集团的投资方式绝不仅一种。我们想要且需要各种各样的独立思考——是由许多职业人以不同的工作方式来实现的。我想看到现金畅通无阻流动的美景。别人对价格非常敏感，并且受到传统估价标准的驱使，比如市盈率和市值与账面价值比。"[注]有些人对市场非常痴迷，而有些人对公司非常感兴趣。戴维·费希尔更关心良好的管理，对价格则不那么敏感。

费希尔的解释是："我更愿意在人员起着主要作用的公司投资。我不想在那些被利率或油价等大的指标左右的公司投资。我看重的公司是通过人为努力影响投资结果的公司，如果你将在那里投资，务必对人有所了解。我坚信优秀的人才能取得出色的业绩，如果你能物色到优秀的人才并让他们为你工作，我所说的为你工作是指你在他们公司投资，双方利益一致，那么就会产生出色的业绩。"[注]

资本集团自下而上进行分析的做法并不意味着忽略宏观经济环境，而是说从微观的角度理解宏观。卡林·拉森（Karin Larson）对此的解释是："泰国就是个很好的例子。20世纪80年代后期我们在泰国形势一片

大好，但到了1998年年初，什么都没有了。原因是：当我们与许多泰国公司合作时，我们发现它们在一个相当恶劣的环境中运作。在官方GNP数字公布前，这些公司便向我们预示了一场大的经济低迷时期的到来。在1998年东南亚股市崩溃前的几个月，你都能够发现经济出现了问题。”

另外一个例子是一家名为STET的意大利电信公司。当该公司以每股2 500里拉的价格交易时，资本集团开始对其进行收购。海湾战争对意大利这个石油进口大国打击很大，STET的股价下滑到每股1 600里拉。资本集团购入了更多的股票。8个月后，海湾战争结束，意大利的政治形势好转，股市也一路飙升。STET的股价上升到每股6 000里拉。由于对自上而下投资方式的描述是如此宽泛，以至于资本集团的投资行为很容易被误解。资本集团的投资组合之所以“偏重意大利”，是因为STET是意大利股市最大的一家公司。资本集团解释说：“我们并没有‘做好’意大利，我们只是‘做好’了STET。”

作为投资决策评估过程中的有效自律手段，资本集团用“整个公司”这一方法（用来清偿的股票数量乘以股票价格）将公司市值和分析员的估价进行比较。如果你不以那个价格把整个公司买下来，那么你连10万股、1 000股甚至100股都不要买，否则你就只能指望“博傻理论”了，也就是说你只能指望其他人来接手你那一文不值的投资。资本集团的投资绝不是这样的。(注) 吉姆·富勒顿说：“投资是一项与其说相对的不如说是绝对的估价，因为这个世界充满了你不用去买的东西。因此，如果你要投资，最好找到一家绝对有吸引力的公司。”记住：表现良好的公司并不总是良好的投资对象，表现优异的公司也不一定是最棒的投资选择。

虽然资本集团将主要的注意力集中在真正的价值型投资上，但并非资本集团所有的资深投资者都很赞同“价值”这个说法。对其他人来说，价值只有一种含义：低市盈率、高账面价值和高投资回报的股票。在资

本集团，“价值”对投资者来说意味着现价低于真正的长期价值。洛夫莱斯说：“我们所有的基金，不管是‘增长型’‘收入型’还是‘收入增长型’，都是真正的价值型基金，[注]因为对于长期商业价值，我们有着良好的建立在研究之上的了解，我们总是能够以低于真正的长期投资价值的价格购入股票。”

资本集团关注价值型投资和以研究为基础的合理性，这一传统源自20世纪20年乔纳森·贝尔·洛夫莱斯的理念。JBL热衷于统计信息，而且在这方面很有天赋，他认识到长期投资组合和股市盘整期保持不亏损能够带来很大的好处。保持不亏损带来的好处使JBL更加深刻地认识到全面透彻的研究可以使投资者做出长期的、以价值为基础的决定，并且在股市低迷和动荡的盘整期内维持这个决定。他还认识到了动荡的股市给个人投资者带来的危害。当熊市出现后，持续走低的股市迫使个人投资者纷纷逃离，甚至在股市复苏的早期，也是回报最丰厚的时期都不敢回归，以致错失良机。

在投资上，最高的回报往往来自购进不被人看好的大公司的股票。比尔·赫特解释说：“这就是为什么在做决定的最好时机，许多真正的伟大投资理念总是不被人看好。在每次成功的大型投资中，一个最重要的因素是估价的重大变动。”为了找到那些会有更好收益的公司，大多数投资者不惜花费大量时间和精力。然而，当一家公司的业绩从极其糟糕好转到糟糕时投资回报率通常比较大，而且这样的公司有很大的空间提升业绩，使之从糟糕上升到不太糟糕，甚至表现不错。因此，资本集团无论如何总会考虑一家业绩不佳的公司，因为该公司的情况可能会好转。如果基本研究表明该公司的状况会好转，那么长期回报率将很大。当某公司不再被大多数投资者看好的时候，此时就是以极优惠的价格轻松购得大量股票的良机。

吉姆·富勒顿对此做了进一步补充：“每个人都不看好一只股票时，投资者会知道种种不能拥有它的原因，当然他们也清楚几条不能购入的

理由。他们的理由会很好地得到证明，并以有力连贯的论据清晰醒目地表达出来，而且被广泛地接受和理解。”典型的投资委员会对精心准备的推理说明非常熟悉，而且乐于接受这一推理。面对这些强大的阻力，有着全新观点的分析员即使发现了其他人未曾注意到的重要事物，也很难令委员会听到自己的声音。他们的观点可能被轻易地抛到一边，但是一旦被采纳，就可能带来一项真正的重大投资。贾森·皮拉拉斯和戈登·克劳福德就是两位发现了重大投资的职业分析员。

当贾森·皮拉拉斯[注]进入资本集团时，先是被派去分析自动化产业。仅过了两周，一位更资深的自动化方面的分析员加盟，于是皮拉拉斯被调去分析医药行业，在这方面他专攻了30年。“我想在一件事情上了解得很精深，而不是对许多事情都是泛泛了解，所以我研究制药业的性质以及它成功的原因，学习游戏如何进行和游戏应该如何进行。我想知道每家公司是如何对自己以往的经验做出回应的。对这个行业进行了研究后，我明白了研发的重要性。”

月复一月，皮拉拉斯没有就购买制药业股票提出任何建议。相反，他反对购买制药业股票，他是谨慎的卖家。“在我建议做某事前会经过多年的研究调查。”在20世纪70年代早期和中期的两极股票市场，增长型股票价格大大超过实际价格。“不管制药公司多大，制药业股票价格远比实际价格高得多。”史克公司除外。

“未来没有具体事实，只有估计。所以我针对各大公司生产的每一类产品开发了分析模型。在电子制表软件出现之前，所有模型都是在纸上手工绘制的。”史克作为一家大公司被皮拉拉斯列入了产品分析表中。它的股票价格并未超过实际价格，而是很便宜，但这种状态并不会一直持续下去。

正如皮拉拉斯所言：“市场对史克公司并不看好。”史克在15年里的业绩一直黯淡无光，因为它面临越来越多来自仿制药品的竞争，所以它

的市盈率一路下跌。

但是在20世纪70年代中期，史克对它新推出的抗溃疡药物泰胃美寄予厚望，前提是它能得到美国食品药品监督管理局的销售许可。甚至在正式推出之前，泰胃美就被看好，因为在溃疡病人看来，它是真正的福音：不再需要清淡的食谱，不再需要限制饮食，无痛，无须手术。

“我试着从病人的角度看问题，看病人是如何思考的。比如，在泰胃美出现之前，抗溃疡药物的市场很小。从病人的角度看事情，这是完全可以理解的。比如你害怕自己得了溃疡，你觉得很难受，于是去看医生。医生给你开了温和食谱的处方。太烦人了。作为病人，你并不喜欢。但医生也不在乎你是否乐于接受，他只是一步一步地对你进行治疗。之后，他给你开了一份极其清淡的食谱，要求你滴酒不沾。这时你真的不高兴了。更糟糕的是，他让你喝浓稠无味的牛奶，并且告诉你得想办法给自己的生活减压。之后他给你提供了另一个选择：动手术将迷走神经切除，但会造成永久性便秘。很明显，越来越多的溃疡患者不再去看医生，也不再继续用药。进而对溃疡药物无动于衷。这就是为什么对华尔街而言抗溃疡药物的市场如此狭小。很大一部分泰胃美卖给了对医药科学无动于衷的患者，因为他们对传统治疗方法很失望，但当他们了解了泰胃美后又陆续回来接受治疗。

“吉姆·罗滕伯格给了我很大的帮助。他知道我需要一个严肃的听证会来陈述我的第一次建议。于是他和我一起去找投资顾问，让他们仔细听我的分析和我的销售与赢利计划。我对史克的分析非常简单：良好的公司，便宜的股票，不存在任何股票下跌的风险，而且对于泰胃美潜在的美好前景可获得自由认购期权。

“我把手中可调用的所有资源都用在了这一单上。作为内部销售活动的一部分，我在贝弗利山酒店举行了一次晚宴，宴请史克公司的首席执行官鲍勃·迪伊（Bob Dee）、总裁亨利·温特（Henry Wendt），还有几位主要的证券投资经理。比尔·赫特是位真正的美食家，他带来了

酒。鲍勃·迪伊问比尔·牛顿为什么他也来了，比尔说：‘我要是不来，贾森会杀了我的。’晚餐上，虽然大家都在严肃地谈论着公司和业务，但每个人都很放松。”皮拉拉斯回忆说：“我们的人很喜欢他们的人。如果你喜欢公司里的人，很容易就把公司的股票以实际价格买过来。”

资本集团的证券投资顾问买下了史克公司的很大一部分股票，然后等待时机。很快，泰胃美成为世界第一个销售额超过10亿美元的产品，资本集团成了该公司的第一持股人，这种药也成了世界第一号灵丹妙药。史克公司在未来几年的盈利超过了皮拉拉斯的估计，也远远超过了华尔街的预期，在很多年里，史克公司都是资本集团的最大赢家。

多年后，战略形势发生了变化。泰胃美需要更强劲的后继产品来维持和拓展销售，当最后的后继产品也大势已去时，皮拉拉斯意识到，现在的史克面临走下坡路的拐点。于是罗滕伯格和皮拉拉斯再次走访证券投资顾问并向他们解释所发生的事情。他们建议出售资本集团持有的史克公司的股权。这只股票曾为资本集团带来了巨大回报，而且现在整个华尔街都非常看好它，并且根据过去的骄人成绩肯定其高市盈率。“我们是史克公司的第三大持股人。当时的股价是66.75美元，按照这一价格计算，资本集团的持股总额是1.5亿美元。高盛公司以63美元的价格买走了资本集团持有的全部股份，并在一小时之内就把它分散到了其他机构。”

“在接下来的9年里，史克的股票表现不佳。在资本集团，我们将收益投到了葛兰素公司，并见证了葛兰素公司的善胃得成为新的销售排行榜第一名。”这种连续的本垒打真的很紧要。

1985年，皮拉拉斯获得了另一个机会。这一次是默克公司的新药依那普利。和美国相比，在法国为一种新药扫清道路要容易得多，因此它可能更早在法国上市。皮拉拉斯前往法国并拜访了在法国主管药品分销的执行官。他和皮拉拉斯很谈得来。在两个半小时的试探性谈话中，皮拉拉斯掌握了法国如何对待新药的所有方面。由于美国在开新药处方上

的做法和法国不同，他对法国的办事方法和填写处方的习惯非常感兴趣。那么他可以针对新药在美国的上市开发一个仿真模型。

原本半个小时的会面变成了近三个小时的争论。在会谈的高潮，法国执行官为了证明他的观点，把一沓粉红的纸片高高举过头顶，最后在愤怒中把它们扔到了地上。纸片散得到处都是。皮拉拉斯也弯下腰帮助捡回纸片，他意识到这些纸片肯定是订货单。在医药方面，新药通常在新的患者身上使用，这样医生就能观察到效果。如果新药效果不错，它们就会用到老患者身上。粉色的纸片显示了替代药物出现的速率。默克公司肯定有新的制胜法宝。

在回家的飞机上，皮拉拉斯完全投入他那出名的电子数据表上，不顾一切地想要找到怎样才能把法国药品投放的结果转化成在美国也能进行类似投放的方法。作为一个对个人药物需求建模的专家，皮拉拉斯却感到越来越沮丧。他的所有数据看上去太高，似乎都错了。

当飞机落地后，他立即打电话联系在默克美国总部工作的熟人："是我错了吗，还是这些数字真的可行？"当然，默克公司不会给他任何形式的指引，但皮拉拉斯所得到的答案是不置可否，他意识到自己找对了地方，找到了必定成功的东西。

依那普利成为默克公司的头号产品，资本集团成了默克的头号股东。同时，默克公司告诉皮拉拉斯："你的估计大大超过了我们的预算。"（也超过了华尔街的估计。）皮拉拉斯这位冒险者勇敢地回答："你有你的预算，我们有我们的估计。"

几个月后，默克公司的首席执行官罗伊·瓦杰洛斯（Roy Vagelos）在默克公司计划会议上介绍了皮拉拉斯并告诉下属："听这个人的。"还搂着他的肩膀补充道，"他比我们更了解我们的公司。"但到了1999年，默克公司新的产品管道几乎是一片空白：虽然公司的规模由1985年的45亿美元变为如今近150亿美元，但皮拉拉斯再次建议甩卖股票。

沃利·斯特恩（Wally Stern）说："驾驭信息的真实目的就是要在非理性的世界取得理性的结果。"过去已成为过去。投资者生活在对未来进行估计的世界中。虽然在投资上，未来是唯一真正重要的，但是对于将来，我们却没有掌握确定的事实，所有的一切都是估计的。皮拉拉斯说："一个分析员的工作有两个不同的方面：其一是预测未来，预测得越远，越是不同寻常或者与一般意见越是不同，这样就越好。因为按这样来预测，自然更加有利可图。分析员工作（其实这不仅是分析员的工作，更是他的一种使命）的另一个方面是理解并准确、清楚地报告公司的实际业绩怎样与预测的一致或是有出入。表面上看，证券投资组合经理喜欢了解当前的和最近的进展情况，但是投资的成功依赖于准确的预测，这更加重要。"

最近几年，资本集团每年在内部研究上的投资超过2.5亿美元，这个投资相当有成效。丹宁说："我们信奉比较优势理论。我们相信，在能够提出最佳投资想法的一流研究分析员身上如果肯花钱，我们将取得比对手更好的成果。"在美国、欧洲和亚洲所作的行业调查显示，资本集团的分析员通常被认为是最能及时掌握公司行政管理层动态的分析员。[注]最近一年的一些数据可以告诉你：为什么资本集团的分析员和证券投资组合顾问在68个不同的国家做了将近两万次的公司调查（平均每天80次），调查主要是为了收集信息和掌握灵感。

资本集团的信息交流非常广泛。资本集团有三种内部报纸来共享公司调查所收集到的信息。第一种是关于美国的，第二种是关于全球的，第三种被称作"资本集团点子"，它涵盖的是普遍感兴趣的话题。这三种报纸通过Lotus Notes在全球发行。

在资本集团，电话会议是信息交流的主要途径。一些电话会议有固定的议程和确定的时间安排。但是有一些完全是临时召集的。例如，在某一天，G小组召开会议讨论一些全球性的话题：此时洛杉矶为上午7点，纽约市为上午10点，东京时值半夜，伦敦正值下午3点。星期二的

同一个时间，将会就与某些公司有关的荐股建议的变动情况进行讨论，在开始讨论前会准备并发放一份绿皮的书面提议。周三的电话会议是关于亚洲投资和新兴市场……这些电话会议是专业的同行人士之间互动和开放式的讨论，而不是由下属年轻的分析员单线式地向高级证券投资组合经理汇报。由于经常使用全球电视会议系统，美国电话电报公司由过去的按分钟收费改为一天24小时开放这个系统。

皮拉拉斯说："华尔街分析员对新闻或最新的事件特别敏感，股票因时常受短期因素的影响，会出现波动。但是长远看来，决定股票的还是实际的经营业绩，所以这也是我们在资本集团研究和分析时所关注的。我试图把我的注意力转向一些能决定成功的因素上。"皮拉拉斯在制药行业进行投资的基本哲学是，对这个行业有一个全球性的认识，关注一些销量极大的主要新产品，把精力集中在研究规模最大也最成功的一些较大的公司上。最近的主要投资包括辉瑞公司和阿斯利康公司。

皮拉拉斯说："分析员在他们追踪的行业以及公司中一定要成为真正的专家，但是他们所做的不能总是再找一个事实或是再回答另外一个问题。分析员要学会使他们的效率最大化，并能直接做出一项决定。几年前，我学着去关注任何一个想法的不足之处，所以我做的就是让管理自身去'结网'，而我去发现它的漏洞。"

"我知道我们所投资的是数百万人的积蓄和金融证券，所以正确的投资非常重要，我知道，我作为一个分析员，也有自己的短处。制药行业的周期特别长，即产品的周期很长，这刚好和我慢条斯理的性格一致。"

"只有当我相信我们将成为该公司的第一大股东时，我才提出购买建议。所以，实际上，我们做的是长期投资，在管理上，和公司是真正的伙伴关系。我曾经告诉这些公司：'只要你们的决策在战略上是向前的，我们将与你们站在一起。'"

在投资上，能够和未来保持一致对你确实是有帮助的。这时，你会感觉将会发生什么以及接着情况会怎么样。就如JBL很久以前提出的原则一样："资本集团所做的就是依据不完全的信息来做出一些决定，但这并非意味着依据的是不充分的信息。不能分辨以上两者区别的人注定会失败。经过研究，你要确信你理解并掌握了一次投资的真正意义所在，然后根据证券的前景以合适的价格买下并长期持有它们。"

皮拉拉斯接着说："我和妻子丽娜经常在家里(注)宴请一些股票经纪分析员和公司的行政管理层，我们用他们所见过的最好的龙虾款待他们。对他们来说，这意义非同小可。因为他们习惯了把分析员邀出去，而不是被一个分析员邀出来。公司的一些行政高层会飞往格罗顿的小型机场，我将驱车前往停机坪接他们。但是他们最好是穿着牛仔裤和T恤，我曾经告诫他们，如果他们打了领带或是穿着正装，我就会驾车自行离去！所以会见是非常轻松的。我们的谈话也是在轻松的氛围中进行的。当然，这里没有'内部消息'，但是当你更好地理解了别人时，你对情况的理解也会增进。

"我通常看重的是发展长期稳固的关系，这种关系基于职业、尊重和信心。我的判断依据是我们卖了自己的股票之后，他们对我们是否仍感觉良好。从20世纪80年代中期到90年代晚期，资本集团是默克公司最大的股东。随后，默克公司的战略发展中出现了一个消极的拐点，我同管理层坐在一起，向他们详细解释我们打算出售股票以及出售的原因。很自然，这个建议得到了尊重并且得到了赞赏。"

对某些具体的行业和公司有一个很长的和广泛的基本理解后，一些有经验的研究人员会把具体的问题和表面的问题区分开来，并且发现一些未认识到的长期价值。从具体公司的长远发展来看，一般情况下，一两个主要的变化情况是关键的因素。但是分析员也需要了解一些琐碎的情况，因为在今天，不起眼的情况有可能突然成为具有决定意义的因素。所以分析员必须要了解这个行业的所有公司，并且同他们的管理层

建立联系。分析员要探究采用不同的战略决策是否合理，还要观察这些决策是否很好地得到了实施。

提高这些分析技能需要时间，可以说是大量的时间。卡林·拉森（Karin Larson）说："一个合格的分析员要花上整整10年的时间才能达到炉火纯青的程度。但是，大多数机构的分析员也不可能追踪任何一个地方的某个行业那么久，那就意味着我们的高级分析员在分析和理解投资上确实具有很大的优势。"

为了帮助年轻的分析员，皮拉拉斯同意和他们一起去进行公司调查。"如果我请他们去我所追踪的公司做调查，那将会占用他们本来应该用于调查自己那些行业的时间。资本集团的分析员在他们最开始的大约10年时间内，必须真正把所有的精力用于掌握、完全掌握他们所关注的行业的全球情况。"

随着职业投资者主导了全世界的主要证券交易市场，市场效率已提升，特别是根据近期和中期的有关情况对大型公司股票进行定价上，效率更高。为了取得更好的投资结果，资本集团比其他投资管理公司都注重人才投资，资本集团面临的挑战就是确保这个大的人才库能够有效地使资本集团的投资成果更上一层楼。

积极管理遇到的一个挑战是被动投资[注]，在为大型机构基金提供服务时尤其如此。戴维·费希尔承认大型基金调整部分投资组合是明智之举，但是有些基金的做法令他深感惋惜，他发现当有些基金的活跃的投资经理遭受某个行业意外动荡的打击后（比如80年代初油价上涨和90年代末的高科技浪潮），这些基金就迅速转向被动投资。费希尔的建议是："如果你调整投资组合，历史告诉你，你得等到那些活跃的投资经理能够适应这种调整之后才进行。"

最近几年，资本集团在一种特殊类型的投资决议上犹豫不决，即每个投资组合应该有多大比重的现金储备。在持续强劲的牛市下，股票交

易市场平均以每年15%的速度增长，持有7%[注]的现金每年将产生1%的“业绩下滑”，这个数字对于任何一个投资经理都是难以克服的。

广泛分散的投资决策权是多元顾问制度和投资组合研究的显著特点，这一特点与资本集团的开放式结构都有赖于独立的决策和相互制约的决策依据。资本集团努力成为一个张弛有度的组织机构，所以每个投资人都有做投资决定的自由，但是他的这种自由要限制在一定的框架内。他的所有交易都是集中进行的，他的业绩要受到仔细的衡量并且要经常上报，还要直接与薪酬挂钩。

资本集团的研究实力从它的一些高级分析员身上就能体现出来，戈登·克劳福德[注]就是其中的一位。他追踪传媒领域（电影、报纸、广播等）已超过30年，以尽职尽责和自我约束闻名。克劳福德的同事这样评价他：“他是一个大好人，既聪明又讨人喜欢。”他在这个行业投资超过30年，已经熟知这个行业的公司，另外，他与这个行业主要公司的二三十个行政主管也有个人和业务上的往来。他对情况有翔实的了解，以及他客观的评价和准确的判断，因此受到普遍敬重，许多公司的行政管理层甚至经常和他讨论机构投资者的想法。这些公司的行政管理层知道，克劳福德的意见通常都是基于企业和股东的长远利益。他的建议不仅没有任何偏见，而且免费给予，没有任何个人企图。

几年前，克劳福德接受任期两年的资本集团非执行董事长一职，两年后离职，以便能集中精力做他的分析员工作。“他像一个伟大的科学家，做他的研究以增进对他所追踪行业的了解是他最高兴的事情。”克劳福德教育新分析员和蔼可亲是很重要的，因为人生短暂，每个人的时间都是有限的，所以人人都要决定在哪里度过他们的时光。“首席执行官们自然会同容易相处并且完成了工作的人待在一起。”

在30年的分析员职业生涯中，克劳福德发展了一套独特的个人以及职业上的关系。他和特德、巴里、鲁珀特以及萨姆纳都有很好的关系，

也和这些人的公司中的二三十个高管有往来。

人们都知道他在这个人才密集型的行业中是很有名气的，他有时会和一些高管开玩笑。例如同萨姆纳·雷德斯通开的玩笑，79岁的萨姆纳最近结了婚，盖了一座相当不错的房子，克劳福德在一次大型聚会上说："我很尴尬，萨姆纳，因为我还没有去过你的新家！"不久克劳福德就收到萨姆纳的请柬。

在这个行业中，人才和人品显得相当重要。克劳福德同这个行业中的主要人物都有个人往来，他对此也很满意。他的一位同事说："他能够发现并找出最细微的变化——在别人发现之前，因此他总是思想超前。"虽然他也有过失误，有一些是明显的严重失误，但从长远来看，作为分析员和证券投资组合顾问，他的业绩一直都很出色。主要的成功例子包括自由传媒公司和资本城，它们上涨已超过100倍。他的这些成绩足以盖过在美国在线时代华纳集团并购中[注]出现的失误。克劳福德的弟弟说他有钢铁般的意志，喜欢同别人合作。2001年，他在美国在线时代华纳的股份由不到1亿股增加到3亿股，他还举行了4个月的竞选活动以驱逐董事长斯蒂芬·凯斯。[注]

克劳福德的影响力不仅仅体现在他所拥有的股份上。几年前，克劳福德采纳律师的建议，停止时代华纳以及一系列其他传媒公司股票的交易，而且对此不做任何解释。后来，资本集团其他合伙人才知道他当时去了蒙大拿州的博兹曼，于周末同好友特德·特纳一起钓鱼，这时，时代华纳的杰拉尔德·莱文突然造访。克劳福德非常了解莱文，也很了解时代华纳[注]，因此他马上意识到合并的可能性。这就使克劳福德和资本集团中曾听他说起过此事的人都成了"知情人"。在和资本集团的律师协商之后，他采取了相应的措施：直到两个月后此次交易正式公布之前，停止有关的买卖。

"从资本集团起步是一个很好的开端，当然，怎样做一名好的分析

员，怎样圆满完成你的功课，这全部还在于你自己。每个分析员都有自己做事的最好方法，所以没有所谓的教人怎样做研究，每个人都应该也将会采取不同的方法做事。

“作为一名分析员，沟通很重要，不管是同你追踪的公司还是在资本集团内和你的同事沟通都很重要。幽默感也会有帮助，因为即使是一个好的分析员也会有40%的错误率，甚至偶尔会完全错误。为了走出这些不痛快经历的阴影，你必须完全认识你自己，你就是你自己。

“年轻分析员有一个不良的嗜好倾向，那就是他们写报告时总是模仿华尔街那些报告的样子。那意味着没有利用资本集团的优势：我们长远的定位和关注方向。”

对克劳福德来说，提高他个人的专门技能以及加强对资本集团所有证券投资组合顾问的“传媒式头脑”的教育是一个持续不断的过程。最近他在洛杉矶和萨姆纳·雷德斯通举行了两个小时的会晤，也就在此前一周，他在资本集团的纽约办事处为分析员和证券投资组合顾问主持了两天的讨论会。在此次讨论会上，10名行业领导人分别做了两个小时的陈述说明，内容涉及他们自己公司的经营业绩和这些公司的未来策略，然后还回答了许多有关的问题。出席讨论会的嘉宾有鲁珀特·默多克、约翰·马隆、迪克·帕森斯和梅尔·卡尔马松纳。

克劳福德每年还要为资本集团的“传媒团队”（一个由20名分析员和证券投资组合顾问组成的团队）组织许多会期为两三天的会议。他会请来有名的行业领导人，连续进行几次为期两小时的不间断讨论。这种会议更多采用提问和回答的形式，而不是采用传统的陈述说明。资本集团的许多团队也举行类似的特殊讨论会。

最近，资本监护人公司的50名职业人和“新兴市场”团队的28名职业人（选自世界各分公司）进行了一次为期一周的南美之旅。每个国家去8~12人，他们的任务是实地调查公司、接触一些政府官员和私营行业的

专家。

另外，来自伦敦、洛杉矶、新加坡、香港、日内瓦、纽约和旧金山的分析员和证券投资组合顾问一行30人在东京和他们在日本的同事相处整整一周。在日本逗留期间，他们访问公司，会见一些政府官员和日本研究专家。考虑到这样做会有很高的成本，这个成本不仅仅包含差旅费用，还有使活跃的投资者离开本职工作的代价——很少有公司胆敢这样做。但从长远来看，为了积累越来越多的经验从而成为一个“独家公司”而投资确实具有很大的价值。让研究亚洲和欧洲的专家走进南美洲，他们就会得到第一手资料，就会了解真实的情况和存在的机会，同时还增进了相互之间的理解。至少，对参与这种活动的合伙人来说，了解并同对方有效地交流的能力在不断增强。对一个依靠自身能力进行每笔投资的机构来说，这是很重要的。

采用折中式的、“自下而上”的方法选择单个债券进行投资，而不是始终遵循“自上而下”的资产组合投资战略，这只是资本集团区别于其他投资公司的特点之一。另一个很大的不同是资本集团有着很低的证券换手率：资本集团的换手率只有投资行业平均水平的1/3。当然，低换手率和长期投资始终是互相影响的。分析员有时间也有责任在他们所追踪的行业提高自己的专业技能，在评估价值的时候要有更长远的眼光。在做投资决定时，证券投资组合顾问要有更长的时间了解情况，因为他们只是做了决定的1/3（更长持股期会出现的良好情况），他们还可以充分利用分析员对情况的了解。更长期持股的性质决定了资本集团是“远离尘嚣”的，因为处在尘嚣里的人过于关注短期效应。

富勒顿说：“投资行业不是人从不犯错或者是不可能犯错的地方。一些人认为心理上必须正确，对于这样的人，投资会要他们的命。在投资业，你可以出现很多失误，这些失误都是可见的。所以你一定要有坚定的自信心。”

皮拉拉斯说：“我是一个冒险家！”他确实是个冒险家，但是从某种

意义上讲，这也是资本集团的一大特点。皮拉拉斯进行的大笔投资就意味着他把自己艰苦努力得来的名气赌在了这几笔大的投资上。在资本集团，每个人都确切地知道自身的处境，大多数证券投资组合顾问也都有大笔的投资。所以如果皮拉拉斯出了错，资本集团在皮拉拉斯建议的某只股票上就会有大量错误的投资，这一点公司里的每个人都很清楚。所以皮拉拉斯是一个冒险家——一流的冒险家，他是用自己的职业声誉作赌注。人际关系上，他甚至把这种赌注推向极致。有人曾经指责他不够谦虚，他反驳道："如果你一直这样做，那就称不上傲慢了。"

皮拉拉斯接着说："我说的冒险，指的是有头脑的冒险。资本集团是真正的长期投资者，我们不是根据股票价格浮动进行投资，只要公司在战略上取得了实际进步，我们就会继续持有它的股票。"尽管皮拉拉斯是个冒险家，但是他也会学着避开风险，而且使风险最小化。他在全球追踪二十几家制药企业，尽最大的努力去完全了解这些企业所开发和营销的药品的商业价值。他还说对资本集团所拥有的五六家公司要有一个绝对充分的把握。他说："对于我们所关注的企业，至少当我们和别人获得一样多的相关信息时，我们的风险就最低。"30年中，皮拉拉斯一直关注一个行业的主要企业，这种毅力使他成为比"地球上任何人"都出色的专家。

"我最后的王牌是我所开发的一套产品与产品有不同利润机会的综合模型。在制药行业，杠杆融资是一股非常强大的力量：销售额增长5%可以使利润增加好几倍。1种10亿美元的产品明显比5种2亿美元的产品利润更加丰厚。一种主打产品越简单需要的推销员越少，广告信息也只需要一条，而且更容易用后续的研发等来支持，所以它有更高的利润空间。我关注每一种产品的销售额，然后与全球的预计销售额对比。对我所关注的二十几家公司，我有它们每一种主要产品的详细销售情况的综合模型。谢天谢地，这些全在电脑上，而在几年前，它们全都是手工书写在表格上的。"

富勒顿解释说："投资行业的成功不是源于未做过错误的决定，也不是说做出的正确决定比错误的要多，成功源于正确决定的效果远远超过错误决定的后果。"同样，巴比·鲁斯（Babe Ruth）三击未中而出局的次数比他得到本垒打的次数要多3倍，马里斯（Maris）、曼特尔（Mantle）和索萨（Sosa）也是这种情况，只是他们本垒打的效果远超出了他们出局的后果。

---

1. 正如我们所见，仅用了一代人的时间，机构投资交易在纽约证券交易所公共交易中的比例从不到20%一跃超过了80%。
2. 另一方面，在20世纪八九十年代，资本集团的投资遭遇的最大阻力来自于当股市显著回升时不时出现的巨额现金储备。
3. *Tirade of a Dinosaur*，1999年4月。
4. *Dow Jones News Retrieval*，1997年3月1日。
5. Andrew Leeming，*The Super Analysts*，New York：John Wiley&Sons，第124页。
6. Leeming，第125页。
7. 资本集团没有"积极增长型"共同基金，想必这个术语只是投机和过于冒险的委婉说法。
8. 贾森·皮拉拉斯17岁离家出走加入海军。在刮了一年油漆之后，他拿到了后备军官训练团奖学金进入南加州大学学习，并在离开海军前作为军官服役6年。他曾经营一家油轮公司，之后在30岁进入哈佛商学院。1972年，一位桥牌牌友建议他去资本集团面试。他生平第一次买了件新的Hickey–Freeman西装然后赴约，麦克·沙纳汉和比尔·赫特是面试官。在面试开始后不久，皮拉拉斯突然叫停，并质问因获得了斯坦福学士和MBA学位而感到非常自豪的麦克·沙纳汉："你这个从拉德克利夫毕业的家伙怎么可能懂得投资啊。"沙纳汉生气地站了起来，这时赫特插话："你真的把他惹毛了！"赫特也是南加州大学毕业——那是斯坦福的主要对手。沙纳汉平静下来后认为皮拉拉斯是个冒险者，应该获得资本集团的职位，但他在过了10年后才把自己的评价告诉皮拉拉斯。
9. *Dow Jones News Retrieval*，1997年3月1日。
10. 此处借鉴雷·迪利亚（Ray D' Elia）的经验，迪利亚会关注一个分析员分析问题时出现的不足，并且会友好地提出来，分析员都感觉他的建议有帮助。
11. 从阵亡将士纪念日（5月最后一个星期一）到劳动节（9月第一个星期一）这段时间，皮拉拉斯全家住在康涅狄格州的家里。此处有重建的诺安克灯塔，该灯塔一度荒废，现在异常壮观。他和当地的一艘接近他家私人领地的观光小船达成了协议，假称该

船如再靠近将有“严重问题”，还放了一小枚炮弹。

12. 通过“提高的”被动投资，即接受指数总体结构和特定股票，而不是经理对特定的股票有坚定的（积极的或是消极的）信念。

13. 在多元顾问制度下，如果6个顾问中有1人掌握40%的现金储备，其他人如果有等份现金，但进行完全投资，就会产生总体7%的现金头寸。

14. 戈登·克劳福德最初希望追踪保险业。当他应聘资本集团的职位时，他说自己曾做过酒吧招待，他在夏洛茨维尔的公猪头旅馆做过一份酒吧招待的兼职工作。他在夏洛茨维尔的弗吉尼亚大学达登学院获得工商管理硕士学位，在卫斯理大学获传统经济学学士学位。进入资本集团一年之后，他转向传媒行业。

15. 在说明此次事件怎样出现失误时，克劳福德曾经自我批评说：“我当时确实不知道，我对互联网了解不多。还有，一年前存在财务丑闻，这应该能起警示作用，我也应该多加小心，而不是听从管理层所说的‘此事甚小，以后不会发生’这样的话。”

16. “戈登·克劳福德赌注泡汤，美国在线董事长凯斯必须下台。”Bloomberg News，2003年1月16日。

17. 随后成为美国在线时代华纳。

后记

学习和思考资本集团始于1967年我在加州卵石滩的时候，我当时乘坐巴士正准备去旧金山机场。当巴士慢慢开出车道的时候，我惊讶地发现麦克·沙纳汉正朝车窗慢慢走过来，他向我招手并温和地笑着。我们三天前在一个证券投资组合管理集中研讨会上刚见过面。在这次研讨会上，我的职责就是要引发几个有关投资难题的讨论，与会的20多位“壮志凌云”的证券投资组合经理真诚地交换了意见。沙纳汉是个直言不讳的人，在讨论中他有时妥协有时寸步不让，和我在好几个问题上都没有达成一致意见。我知道在那几天的交往中我们彼此尊重，但是他如此热情地为我送别还真出乎我的意料。

这时，坐在我和车窗之间那位瘦小的女士也向麦克招手。“你认识那个人吗？”我问她。“对，他是我儿子。你认识他吗？”“可以这么说吧，我们前几天刚见过面。我们在投资管理各个方面集中讨论了整整三天，我发现他是我所见过的最敏锐、最棒的思想家之一。我知道他在一家有名的机构工作。”

沙纳汉夫人说：“那么你可不可以帮我一个忙，你能不能告诉我我儿子到底是做什么的。他不好意思自己告诉我，也许他认为我不会理解他干的那一行。”

将近两个小时的车程，这个时间足够我们交谈。那时我刚开始认识到，个人才能、组织形式、核心价值、职业修养、人际交流这些因素是如何完美地交织在一起，如何帮助塑造了现在的资本集团。在此后的35年中我将了解得更多，特别是在过去的6年中，我得到了一个非同寻常的特权（过去还没有人有过此特权，因为资本集团对公开宣传不感兴

趣，并且有意避开公众视线），采访资本集团中几十名合伙人，而且采访是在一系列长时间真诚的讨论中进行的。从某种意义上说，与1967年沙纳汉夫人向我询问关于资本集团的情况以及资本集团领军人物的工作时相比，这本书给出的回答远比我当时对她的回答好得多。

读者朋友有权了解并判断我全部观点的出发点，特别是因为这些观点十分鲜明。30年里我大部分时间是格林威治合伙人公司主管合伙人，在这期间我一直给200多个优秀的机构投资管理公司和证券公司做研究性的咨询工作。这些公司主要是在美国，但是也有加拿大、澳大利亚、日本以及欧洲的公司。我是这些机构长期的机要顾问，这个非同小可的特权位置让我理解投资机构和他们的领导者所遇到的各种挑战。

从几个方面来看，写这本书都是一次了不起的个人经历。首先，我有特权去学习资本集团作为一个机构是如何运作的，这种特权从职业角度来看相当诱人。尽管我知道对资本集团的惯常评价是“管理精湛”，但是身临其境之后，这个机构良好的管理确实给我留下了深刻的印象。在过去的40年中，我作为顾问，认识了100多家领先的投资机构以及100家其他领域的专业公司，据我所知，资本集团是这些公司中管理最好的投资机构。我确信资本集团也是全世界最好的机构之一、全世界管理最好的专业公司之一，而在公司设计、员工组合方面，它很可能就是全世界最好的公司。

令我深深感激的是，资本集团的几十位资深合伙人在谈到这个优秀组织在历史上所经历过的重大决定和重要发展事件时，对我都是坦诚相告。资本集团一贯坚持绝对隐私权，但是资本集团里几乎所有的高管都愿意拿出足够的时间和我进行多次的详细讨论。尽管所有的评价和解释都是由我来做，但是在说明资本集团执行的一些经过深思熟虑的政策时，资本集团的合伙人给了我巨大的帮助，在时间、地点和人物的准确性上他们也帮助很大。写作本书也是去亲身经历这个独特机构怎么运作的另一种途径，了解如此多出色的职业人在资本集团这个世界上最好的

大型投资机构如何汇聚他们集体的智慧和力量。

资本集团不同部分的合伙人（还有其他人）不厌其烦和坦诚地为我提供信息，他们都对本书做出了巨大的贡献。有几位还邀请我去他们家里详谈，有些讨论会持续几个小时。之后又多次请我去他们家里。他们是（按照英语字母顺序排列）：

Antoine van Agtmael
Tim Armour
Bill Bagnard
Dick Barker
Joe Beles
Bob Cody
Don Conlan
Gordon Crawford
Mark Denning
Jim Drasdo
Jim Dunton
Bob Egelston
David Fisher
Jim Ratzlaff
Steve Reynolds
Claude Rosenberg
Julie Roth
Jim Rothenberg
Ted Samuels
Howard Schow
Marj Fisher
Heidi Fiske
Jim Fullerton
Bill Grimsley
Paul Haaga
Ed Hajim
Graham Holloway
Bill Hurt
Mike Johnston
Bob Kirby
Karin Larson
John Lawrence
Jim Lovelace
John Seiter
Mike Shanahan
Nilly Sikorsky
Don Smith
Wally Stern
James Stewart
Don Valentine
Jon Lovelace
Rob Lovelace
Jack MacDonald
Mitch Milias
George Miller
Coleman Morton
Bernie Nees
Bill Newton
Ng Kok Song
Shelby Nortkin
Vic Parachini
Jason Pilalas
Henry Porter
Ursula Van Almisick
Thierry Vandeventer
Shaw Wagener
Cathy Ward
Edus Warren
Pat Woolf
Jim Zukor

在结束的时候，我要表达三个愿望。第一个愿望很明显，那就是让

读者通过本书了解资本集团和该公司的员工、理念、工作风格以及价值观，而阅读本书的过程是一种享受。

第二个愿望是，我所描述的资本集团是准确和客观的，应该满足资本集团员工的期待，也应使我感到不辱使命。

第三个愿望是，我非常希望资本集团在当时接受这个建议时是正确的。这个建议就是，通过全面了解这个出色的机构，资本集团应该和那些有着浓厚兴趣的人分享一些有价值的经验。

当读者回过头来思考资本集团这个故事的时候，我希望你们能够思考一些我感觉最有意义的见地和教训。

- 如果你正在寻找工作，请留心资本集团是怎样为特别有能力和自律的人提供工作机会、让他们为一个重要的机构贡献力量、以此来体验个人和职业成就感，所有这些都是杰出人才和有志职业人最终的目标。

- 如果你是一名认真的学生，在学习怎样更好地领导并管理当今的专业机构时，你会在这里找到灵感。资本集团创造了一个人们可以充分施展才能的环境，它吸收并培养了很多杰出人才，反过来这些人又是资本集团的主力军——不管是对公司的创优环境还是最终的成果都是主力军。我希望读者同意，我们都可以从这个专业机构中学到很多，因为尽管资本集团很大，但是它的组织结构是以人为本的。

- 如果你负责管理的是彼得·德鲁克所说的“知识型工人”，我建议你谨慎为好。对专业服务组织的管理人员来说，试图适应或采用资本集团的部分管理程序是件非常诱人的事情。但是如果对资本集团的整个管理流程没有更加全面深刻的认识并全身心投入，那么对其个别管理经验的借鉴是不可能实现的。这个管理流程的主要内涵包括：全力以赴地实现优秀的投资效益、致力于为个人和机构客户提供优质服务、严格的绩效考核、客观公正的决策和奖惩、灵

活机动的组织机构以及以结果为导向的企业文化。

从另一方面讲，对资本集团管理程序的完全照搬照抄也是非常危险的。资本集团的领导层可以负责任地告诉每一位有疑问的来访者，资本集团系统的每个组成部分都是经过深思熟虑和充分论证的，即使这样也没有哪一项是永恒不变的。除了永争第一和为公司的三类主顾（投资者、员工和所有者）提供优质服务这两大长期目标外，公司的其他方面存在无数变量。

- 如果你要寻找一个投资管理公司，而且认为资本集团适合你或你的家族抑或是你所关心的机构，那么我在这里要提醒你一个事实：如果你要找寻的是能和你长期合作的投资管理者，那你在选择时就不能仅仅考虑其近年的投资成果、目前的资产状况和某个或几个投资经理。相反，应该像选择配偶一样，更多地注意一些持久的方面，例如性格、价值观、信仰、能力和人品。对一个商业机构来说，这些因素就是它的企业文化，即软因素。它们不像那些硬因素（例如投资表现）那样来去匆匆，而是任凭时间流逝、情况变化而贯彻始终。

任何投资机构中真正持久的元素就是其文化，或叫作企业价值观。年复一年，它吸引着大批优秀的员工为公司研究调查、制定投资决策，从而使公司不断达到其实际的、长期的目标。对资本集团的领导层来说，他们的工作重点不是出色的投资结果，而是实现这些投资结果的手段，比如：招募、发展、组织和奖励那些有才能、有献身精神的高效率的员工，这样做不仅能够保证持久优秀的投资结果，而且可以吸引、培训、鼓励后来者。

最后我还要说一点。读者朋友都知道，我对资本集团评价极高，它作为一个机构、一种文化、一个天才和忠诚之士的集合体赢得了我的敬意。在我研究投资管理的30多年里，资本集团的能力是最卓越的。我相信资本集团是独一无二的。但是问题来了，假设你是阿拉帕霍部落的侦察兵，在穿越亚利桑那大沙漠时骑马走在部落的最前面。突然你来到了

雄伟壮阔的大峡谷边缘，面对此情此景，你会做些什么？这时大部队在你身后几英里开外，你会掉转头回去向后面的人描述你的见闻吗？或者是心里明白别人一定会认为你在夸张，就故意轻描淡写以使描述听起来更可信？但是如果即使那样做了，大部队还是认为你是在吹牛，又该怎么办？或许什么也不说心底里暗暗希望他们能够亲自到大峡谷边缘去看看更好。然而倘若他们阴差阳错，没有看到大峡谷的这处边缘，反倒顺着科罗拉多河而下了呢？

很久以前我就做了个决定：“看见什么就说什么。”我今年已经66岁，想改变本性恐怕也已经晚了。我酷爱卓越，现在既然已经找到了它，我诚心和大家分享这条好消息。

资本集团创办至今已经有70多年的历史，其创造者和领导者是两位十分杰出的人才：乔纳森·贝尔·洛夫莱斯和乔恩·洛夫莱斯。作为资本集团的创始人，乔纳森·贝尔·洛夫莱斯赋予了公司核心的价值观：注重长期；高度关注创新及创新者，始终如一地要求职业高标准，坚持以充分论证为基础的稳健投资；珍视一流人才及这些人才被合理组织起来时所产生的效应；一以贯之地重视为投资者提供良好的服务。

在资本集团真正向全球化迈进、规模和国际投资不断发展壮大的过程中，作为公司长期的主要负责人，乔恩·洛夫莱斯顺利完成了几项重要的具有战略意义的建设，培育了公司的内部力量。和他父亲一样，乔恩·洛夫莱斯尊重和爱护有投资天赋、对客户服务尽职尽责的员工，他拥有长期的战略洞察力，对个人投资者的利益怀有深深的责任感，数理能力极强，客观公正谦虚谨慎，此外对棒球非常痴迷。

尽管洛夫莱斯父子两代人都对资本集团做出了巨大贡献，但他们坚持认为许多人都为公司的发展壮大付出了心血，公司的成功一直是而且将永远是广大员工辛勤工作的积累和沉淀。

仆人型领导者在优秀职业机构发展中的决定性作用正在被越来越多

的人认可。他们是一批拥有特殊洞察力的强者。他们是非常优秀的父母：可能不清楚他们的孩子将来会做什么，多年来他们所做的只是尽心尽力关注孩子意志力和技能的健康成长，等有一天孩子成熟了，可以自己做决定了，优秀的父母就会尊重孩子的选择。与之相似，机构仆人型领导者的工作重点集中在内部和心理上：聘用和培养有才干的员工、培育企业文化和企业风气、确保分权和自律的、促进精确客观的信息交流、处理麻烦事和清除闲言碎语。同时，公正合理的财务、职业和个人奖惩制度也要由上层领导来保障。该制度必须建立在能够激发个人和整个组织为公司既定的外在目标和战略而奋力拼搏的价值观之上。

资本集团的仆人型领导者形成了一种独特的风格，这用亚里士多德对三种领导风格的概括来解释再合适不过了：

1. 理性。理智逻辑的推论，它能说服人们接受并追随某一特定的计划或战略。

2. 感性。富有感情、鼓舞人心的领导风格，它能劝诱人们跟随某个人。

3. 气质。终极目标或者承诺目标的价值和重要性，它能让人们忠实于领导者的价值观。

亚里士多德认为大多数领导者的风格充其量只涉及这其中的一种。他惧怕以感性为领导基调的管理者，尊重将理性和气质巧妙结合的管理者。资本集团的仆人型领导者致力于对员工权利的保障和对企业财富的追求，他们正是使理性和气质相得益彰、相辅相成的典范。

资本集团的许多职业人抱着“要做就做得最好”的信念，为自己的事业不断奉献。而资本集团的冒险故事就是这种人类精神的最好体现。鉴于过去取得的丰功伟绩，可能很难想象资本集团将怎样继续保持它过去的发展速度，怎样继续为大量的职业人提供工作机会。显然，挑战是巨

大的。但是资本集团旗下大量年轻职业人的创造力及其可行性极强的公司计划都预示着公司未来的成功。

读者有权了解我的想法[注]，但是我坚持认为我的观点不应该和对资本集团的客观描述混为一谈。这毕竟是他们的故事。所以我在本书的每一章节前都附上了“给读者的提示”，目的是为读者研究资本集团所面临的挑战提供视角，当然这些挑战也是其他投资公司共同面对的问题。

尽管资本集团的几十位合伙人为我真正理解这家公司提供了大量的帮助，但我书中只援引了其中几位合伙人的原话。还有很多重要的人未被提及。其实，有几百位合伙人都为资本集团的发展发挥了领头羊的作用、为其做出了巨大的贡献。显然，我不可能对他们一一详述。同样我也无法罗列绝大多数能决定资本集团未来命运的人。正像乔恩·洛夫莱斯所说：“公司真正的力量体现在无数有才干有献身精神又默默无闻辛勤工作的员工身上。”但是用少数合伙人来代表一个人数众多的团体对于资本集团的个案是可行的，因为在资本集团，只有通过充分公开的讨论得出一个广泛的大致上一致的结论后才能做出最终的决定，所以本书就拿单个员工来代表资本集团这个可能是世界上最强有力的职业知识型员工的组织。

---

1. 对我的投资观点感兴趣的读者可以参阅拙作《在失败者游戏中获胜》（*Winning the Loser’s Game*），第四版，McGRAW–HILL出版，纽约：2002年3月。

附录一
公司目标概要

机构历史及业务性质

在任何一个公司项目的起步阶段，我们都需要回答这样一个问题：我们所从事的是个什么行业？令人吃惊的是这居然是个很难回答的问题。对于我们涉足的领域，不同的人可能会有不同的强调点。下面这些对我们行业的描述是建立在对资本研究与管理公司机构历史的深入研究上的。

我们行业的业务涉及公司领域的投资管理，主要集中在对普通股的投资上。

公司的这些商业精英主要关注的是共同基金领域，这样就能：（1）为少数特定的客户提供清晰明了的投资决策，从而避免了粗放型投资咨询机构中存在的管理问题；（2）这一做法通过对联合基金（即公债）的购买或控股实现了对公司投资成果的广泛合作。当然，这些基金的持股者不管是公司还是个人，在选择我们时都充分考察了哪项或哪几项公债的投资政策与自己的目标吻合，他们都对我公司的投资管理寄予厚望。

因为公司的投资管理业务主要集中在共同基金领域，这就为公司开拓了第二产业：共同基金的行政服务和业务管理。和大部分其他共同基金的机构不同，资本集团并没有直接介入基金的买卖当中，而是通过另

一个独立的机构美国基金发售人公司来管理。

投资管理机构背后的发展历史和基本原理要求我们注重公司内部投资研究的高质量，同时也不能忽视公司与公司之间的交流。子公司资本研究公司专门负责投资研究的业务。

最后，公司还有一个相对较小但有时又很重要的收入来源，那就是由主要的投资管理业务相关的一些项目所带来的收益，这些项目包括：

1. 尽管我们的工作不是投资顾问，但是在客户的要求下，我们会提供一些收费的投资咨询服务，不过我们的客户除了共同基金外只包括少数的个人和机构客户。

2. 由公司员工单独提供的特殊鉴定和金融咨询服务，这两项业务目前由新的子公司资本管理服务公司负责经营。

公司的基本目标

资本研究与管理公司要以我们的客户、公司主要员工和公司持股人的合理目标为目标，竭尽全力经营管理。在一个如此急速变化的世界里如果不想被淘汰，只有不断地在业务活动、服务和产品方面下大力气。

上面提到的三个利益集团有很多共同之处。通过完成客户的目标，目前主要是共同基金持股人的目标，作为他们的投资顾问，我们会获得成功后的个人满足感。更重要的是员工的工资待遇也会因此大幅提高，与此同时公司也将赢得获取更大利益的机会。满足了员工们的个人目标，他们就会更好地为客户服务，为资本研究与管理公司创造更多的商业价值。最终，资本研究与管理公司的成功运作使客户对公司的前途充满信心，对公司高质量的经营深信不疑，从而为公司继续吸纳新成员奠

定基础。

这里需要解释一下，公司的许多员工其实都是身兼三职的，他们既是客户基金的持股者，又是公司员工，还是投资管理公司的持股者。

公司的特定目标

为了判断是否成功地完成了公司的基本目标，我们需要制定特定的目标以便进行定期回顾审计。

一、对共同基金客户的服务

（一）充分考虑各项基金的特定目标，高度重视其投资成果；敢于同和我们有相似目标和普通市价指数的基金或投资管理公司较量；集中力量保持近年来高于平均水平的投资效益。

（二）尽可能高效地经营我们的管理服务，以持股者和经纪人最少的投诉、低于平均水平的基金赎回率和与管理服务相关的各项费用的节俭作为评判的标准。

（三）努力以优秀的成绩完成前面提到的两点任务，同时要保证经营费用有竞争力。

（四）在衡量公司总的投资效益时，要考虑我们掌握的资产占共同基金总额的百分比是多少，心里要时刻牢记这个数目的大小取决于以下两方面的结合：

1. 投资组合结果；

2. 交易中较低的资金赎回率。

二、员工的福利待遇

为员工提供一份有竞争力的薪水，对于出色的表现给予奖励是我们的目标。通过直接的和业绩挂钩的嘉奖，至于公司的高级员工，则是利用对资本研究与管理公司的持股权来达到目的，这样做的结果是个人在工作中实现了最大价值。这一点的评判标准应该是员工的士气和整个公司的工作热忱。

三、持股人的利益

（一）因为公司目前的收益和股票市场的总体情况密切相关，员工的薪酬是费用比率的主要部分，所以中间有很大程度的调整空间，因此，要想确立每年的收益目标有很大难度。但是我们每股的收益增长率是客观稳定的，因此应该选一个较长的时间段来制定发展目标，三年保持10%的年增长率，6年要翻一番，这样算下来，就能大致保证平均12%的年增长率。

（二）即使与公司的基本目标相吻合的最经济的运行成本管理也会导致公司净利润的大幅度下滑，甚至会造成经营损失，在这个时候，公司要有足够的财力确保高质量运作以度过这个时期。

四、新公司的业务活动标准

如果成立新公司或扩大业务范围，要把精力集中在充分利用现有的人力资源上。对于公司的扩张，我们不仅要看到其潜在的机遇，更应该

看到由此带来的风险：目前的服务质量有可能失去保障，上述目标的完成也有可能大打折扣。

附录二
资本集团基本管理章程

12/67号董事会特别会议

下面的这些基本管理信条将指导和支配本公司的管理，我们将采取适当的方式在公司上下宣传落实这些信条。

一、资本集团将以公司客户、全体员工和公司持股人的目标为基础，保证所有子公司的发展完善。

上述三方有很多共同利益，客户的利益得到了保障，公司的成就感就会油然而生，员工的福利待遇也会随之提高，同时也为公司获取更大的利益提供了无限商机。公司员工的个人目标在公司的运营中得以实现，这就促使他们更好地为客户服务，为公司尽职尽责。最后一点，资本集团的成功运作对我们的客户来说就是一颗定心丸，不仅使他们对公司的高质量服务充满信心，而且对于公司继续吸纳优秀成员功不可没。

二、为了获取最佳经营效益，公司必须特别关注以下几个重要环节：

1. 客户满意度；

2. 收益率；

3. 生产率：成本效益；

4. 创新——更新更好的技术方法；

5. 资源：创造、节约、使用；

6. 管理开发和表现；

7. 员工的态度和工作业绩；

8. 公共责任。

三、在处理公司的内部和外部关系时，我们始终坚持以最高的道德标准要求自己。

四、公司的业务要和环境的变化相协调，管理时要有竞争的紧迫感。

附录三
资本集团发展一览表

年份	员工人数	资产管理总额（美元）
1931	8	12 269 766
1935	8	18 609 832
1940	17	13 212 232
1945	23	22 336 048
1950	28	36 204 538
1955	30	146 307 522
1960	71	368 065 221
1965	106	1 010 754 319
1970	274	2 653 704 000
1975	304	4 202 831 000
1980	417	11 798 327 000
1985	612	25 985 934 000
1990	1 529	60 322 374 000
1995	3 276	218 316 393 000
2000	5 224	560 654 082 000
2003①	6 012	652 991 094 000

注释：①截至6月30日。

致谢

我亲爱的妻子琳达·科克·洛里默给了我最大的鼓励，提出了十分有见地的问题和有益的建议。无论我是在中国旅行，还是在欧洲度假，或是在纽黑文逗留，她的这些问题和建议都令我受益匪浅。我35年的朋友海蒂·菲斯克提供了具有历史意义的信息，并且慷慨地奉献了她高超的编辑技艺和对资本集团的深刻了解。兰迪·怀特斯通诙谐幽默、工作一丝不苟，使得我的书稿条理清晰、言简意赅。杰克·麦克唐纳和戴维·林特尔斯也给了我无数有价值的建议。金伯利·布里德心情愉快地将复杂的段落、乱糟糟的剪贴片段、无数手写的注释、箭头和数字一稿接一稿地誊清，最终才使得本书条理清晰可读。资本集团的几十位合伙人给了我巨大的帮助，并且给了我关于资本集团如何做出决策的第一手资料。他们给予我的不仅是慷慨的支持和帮助，还有他们的理解，那就是最终做出的决定都必须由我来把握。

查尔斯·埃利斯